HAL
open science

L'actionnariat des salariés influence-t-il la rémunération des dirigeants ?

Nicolas Aubert, Philippe Desbrières, Guillaume Garnotel

To cite this version:

Nicolas Aubert, Philippe Desbrières, Guillaume Garnotel. L'actionnariat des salariés influence-t-il la rémunération des dirigeants ?. Congrès international de gouvernance, May 2017, Lausanne, Suisse. halshs-01715895v2

HAL Id: halshs-01715895

https://shs.hal.science/halshs-01715895v2

Submitted on 4 Jan 2019

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.

L'actionnariat des salariés influence-t-il la rémunération des dirigeants ?

Mai 2017

Nicolas AUBERT[1]

Philippe DESBRIERES[2]

Guillaume GARNOTEL[3]

Résumé

Cet article étudie la relation entre les composantes variables de la rémunération en actions de l'entreprise des dirigeants et des actionnaires salariés. En utilisant un échantillon de données issu du SBF 120 sur la période 2004-2009, nous étudions en particulier : (i) la relation entre le montant des stock-options attribuées aux dirigeants et l'actionnariat salarié ; (ii) la relation entre le rapport du montant des stock-options sur la rémunération totale des dirigeants et l'actionnariat salarié. La relation est significativement négative dans les deux cas montrant que l'actionnariat salarié tend à limiter la composante stok-options de la rémunération des dirigeants. Ces résultats sont nuancés en fonction de l'année étudiée. Nous montrons en particulier que la loi du 3 décembre 2008 a annulé cet effet.

Mots-clés : Rémunérations des dirigeants, options d'achat d'actions, actionnariat salarié, gouvernement d'entreprise

[1] Aix Marseille Univ, CERGAM, Puyricard, France.
[2] Université de Bourgogne, CREGO.
[3] Inseec business school.

1. Introduction

Le système d'incitation est au cœur de la gestion des entreprises. Lorsque l'on s'intéresse au système d'incitation en vigueur au sein d'une entreprise, on s'interroge sur l'étendue des incitations et sur les indicateurs sur lesquels elles reposent. Il s'agit de déterminer quelles catégories du personnel en bénéficient. Les incitations peuvent être attribuées aux seuls dirigeants ou à l'ensemble des salariés. Il convient de déterminer le système d'incitations stimulant le plus la performance de l'entreprise. Si l'on choisit de mesurer la performance par l'évolution de son cours de bourse, on peut considérer que seules les décisions des dirigeants ont une influence. A l'inverse, l'impact d'une plus grande productivité d'un seul salarié non dirigeant serait beaucoup plus marginal. Les incitations peuvent être liées à des performances opérationnelles, comptables ou boursières. En France, les primes d'intéressement portent sur les performances opérationnelles, les primes de participation s'appuient sur les performances comptables, les actions et les options d'achat d'actions sont associées aux performances boursières. Dans une approche économico financière (Malkiel et Fama, 1970) où les performances boursières reflètent l'ensemble des informations disponibles sur les marchés financiers, il va de soi de les retenir comme l'indicateur le plus pertinent. Ainsi les dirigeants des grandes entreprises cotées bénéficient le plus souvent d'options d'achat d'actions. Cette dernière forme de rémunération leur est le plus souvent réservée. Pour le reste des salariés, il existe une autre méthode d'association au capital de l'entreprise : l'actionnariat salarié. La question des incitations dépasse les frontières de l'entreprise en raison du débat sur les rémunérations des dirigeants. Le niveau de ces rémunérations focalisent l'attention médiatique. Le bien-fondé et la composition de ces rémunérations sont également questionnés. S'interroger sur la relation entre les stock-options des dirigeants et l'actionnariat salarié est justifié pour deux raisons.

L'idée qu'attribuer des inctations aux dirigeants serait nécessairement au détriment de celles octroyées aux salariés est une première raison. Autrement dit, les dirigeants auraient tendance à s'octroyer le bénéfice des performances sous la forme de stock options. Plus généralement, l'attention des autorités à la répartition de la valeur ajoutée des entreprises entre le capital et le travail a diffusé le débat. Le rapport Cottis sur le partage de la valeur ajoutée[4] y fait écho. Cette question englobe notre sujet d'intérêt puisqu'elle s'intéresse également à la part des rémunérations non incitatives dans cette répartition. Au cœur de la crise des subprimes, il a conduit les parlementaires français à adopter plusieurs dispositions visant à étendre le bénéfice des incitations à l'ensemble des salariés. L'article 22 de la loi du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail stipule que l'octroi d'options d'achat d'actions au personnel dirigeant (président du conseil d'administration, directeur général, directeurs généraux délégués, les membres du directoire) est subordonné au respect de l'une des conditions suivantes : - l'attribution d'options gratuites à l'ensemble du personnel ou d'au moins 90% du personnel ; - l'attribution d'actions gratuites à l'ensemble du personnel ou d'au moins 90% du personnel ; - la mise en œuvre d'un accord d'interessement ou de participation couvrant au moins 90% du personnel. L'esprit de la loi de 2008 répondrait à la préoccupation des pouvoirs publics et de l'opinion sur l'extension des revenus du capital à l'ensemble des salariés. Dans l'esprit de cette loi, les augmentations de la rémunération des dirigeants se feraient au détriment de celles des salariés non dirigeants. Cette loi avait donc pour objectif de remédier à cet effet de substitution supposé.

La seconde raison qui justifie de s'interroger sur la relation entre stock-options attribuées aux dirigeants et actionnariat salarié tient au gouvernement de l'entreprise. La littérature académique en gouvernement d'entreprise s'intéresse de longue date à l'effet de l'actionnariat salarié. Deux approches s'opposent. Pour l'approche partenariale de la gouvernance, le rôle

[4] http://www.insee.fr/fr/publications-et-services/dossiers_web/partage_VA/rapport_partage_VA.pdf.

des actionnaires salariés est doublement légitime (Charreaux et Desbrières, 1998 ; Hill et Jonses, 1992 ; Donaldson et Preston, 1995). Le bien être des salariés dépend du sort de l'entreprise du fait de leur revenu du travail. Les salariés investissent leur capital humain spécifique et Blair et Roe (1999) que ce risque devrait déjà justifier qu'ils bénéficient d'une partie des créances résiduelles ou des bénéfices de l'entreprise. En devenant actionnaires, bien qu'ils sécurisent l'octroi d'une partie de la créance résiduelle, les salariés font également dépendre leur épargne de la performance de leur entreprise. De cette double dépendance nait la légitimité de leur association aux décisions de l'entreprise (Desbrières, 2002). Pour l'approche disciplinaire de la gouvernance, les salariés sont suspectés de favoriser leurs intérêts en étant davantage associés au capital. Les principales critiques à l'égard de la participation des salariés sont d'ailleurs formulées par Jensen et Meckling (1979). Les salariés s'opposeraient ainsi aux décisions qui s'avèrent nécessaires pour sauvegarder l'entreprise si elles entrent en contradiction avec leur double dépendance à celle-ci. Parmi ces décisions, on peut par exemple citer les licenciements économiques, les prises de contrôle hostiles conduisant à ces licenciements et les opérations qui aboutissent à la dilution de leur participation. Ils seraient ainsi des alliés naturels des dirigeants en poste (Pagano et Volpin, 1995). Ces mêmes dirigeants seraient incités à développer l'actionnariat salarié pour s'assurer une clientèle fidèle qui vote pour eux dans les situations difficiles. Les débats théoriques sur la participation des salariés aux bénéfices de l'entreprise et à sa gouvernance sont riches et cruciaux dans une contexte économique attribue à la connaissance un rôle central dans la création de valeur (Chassagnon et Hollandts, 2012). Blair (1995) suggère par exemple que des droits résiduels et de contrôle soient attribués aux salariés dans les entreprises où ces ressources sont particulièrement importantes afin de stimuler l'investissement en capital humain spécifique des salariés. De ces deux visions souvent opposées résultent cependant des prédictions similaires relatives au sens de la relation observable entre stock-options attribuées

aux dirigeants et actionnariat salarié. Ces débats théoriques et d'actualité motivent notre démarche qui a donc vocation à tester empiriquement la relation existant entre deux formes d'incitations financières attribuées respectivement aux dirigeants et aux salariés : les stock-options et l'actionnariat salarié. Nous étudions en particulier : la relation entre la valeur des stock-options attribuées aux dirigeants et l'actionnariat salarié et la relation entre la proportion de la rémunération du dirigeant en stock-options et l'actionnariat salarié. La relation est significativement négative dans les deux cas montrant que l'actionnariat salarié tend à limiter la composante stok-options de la rémunération des dirigeants. Ces résultats sont nuancés en fonction de l'année étudiée. Nous montrons en particulier que la loi du 3 décembre 2008 a annulé cet effet.

Cet article est organisé de la façon suivante. La section 2 présente la revue de littérature. Les deux thèmes de la rémunérations des dirigeants et de l'actionnariat salarié sont abordés en particulier. La section 3 développe la méthodologie de l'étude empirique et présente la base de données utilisée. La section 4 décrit les résultats des analyses. La section 5 discute et conclut.

2. Revue de littérature et hypothèses de recherche

La relation entre stock-options et actionnariat salarié peut être expliquée par deux approches théoriques. La première approche théorique (section 2.1) fait référence à la répartition des rémunérations incitatives au sein de l'entreprise qui découle d'un pilier fondamental de l'approche disciplinaire de la gouvernance : la théorie économique des incitations. Cette relation entre les deux formes de rémunération s'inscrit dans les débats sur la répartition de la valeur ajoutée qui dépasse la seule question des incitations. Le second point de vue (section 2.2) d'inspiration plus partenariale est plus nuancé et reconnait un rôle positif à l'actionnariat salarié. Il envisage davantage l'entreprise comme un assemblage de ressources apportées par

différents partenaires internes et externes que comme un nœud de contrats. Bien que leurs analyses divergent souvent, nous retenons que ces deux approches supposent toutes deux une relation négative entre le montant des stock-options octroyées aux dirigeants et l'actionnariat salarié.

2.1. La relation stock-options/actionnariat salarié pour la théorie des incitations

La première approche qui explique la relation étudiée est celle de la théorie des incitations (Laffont et Martimort, 2001 ; Prendergast, 1999) et ses applications à l'entreprise au travers la théorie positive de l'agence (Jensen, 1983) qui ont donné naissance à l'approche disciplinaire de la gouvernance.

La théorie économique des incitations s'est principalement intéressée à la rémunération des dirigeants en appliquant le modèle principal-agent standard au conflit d'agence entre actionnaire et dirigeant. C'est une conception plutôt négative de l'actionnariat salarié qui domine l'analyse de la théorie des incitations sur l'actionnariat salarié. Aggarwal et Samwick (2003) mettent en évidence des résultats conformes au modèle principal-agent d'après laquelle la rémunération doit être indexée sur le meilleur signal de l'effort de l'agent. Si le cours de l'action est le meilleur indicateur pour le dirigeant de l'entreprise, ce devrait être la performance opérationnelle de la division pour son cadre dirigeant. Ils montrent en effet que les rémunérations sont paramétrées ainsi et que la sensibilité de la rémunération des managers à l'exposition aux options et aux actions décroit avec leur niveau de responsabilité pour les entreprises américaines du S&P 500, S&P MidCap 400 et S&P SmallCap 600 de 1993 à 1997. Bien qu'ils ne s'intéressent pas à la rémunération de l'ensemble du personnel, on peut déduire qu'en vertu du continuum que suggère ces résultats, l'exposition de la rémunération des salariés non cadres aux actions devraient être faible voire nulle. La performance du cours de l'action reflétant assez mal leur niveau d'effort, les salariés ne devraient tout simplement

pas bénéficier d'incitations liées au cours de l'action. A première vue, les entreprises offrant des stock-options ou des actions à tous leurs salariés rémunéreraient la chance plutôt que l'effort selon Oyer (2004). Le modèle de ce dernier conclut qu'il est coûteux aux entreprises d'adapter les contrats de travail en fonction de la conjoncture et des opportunités d'embauche des concurrents et que l'actionnariat salarié est un bon moyen de procéder à des ajustements en fonction des performances.

Du point de vue de la gouvernance, l'approche disciplinaire critique la participation des salariés au capital. La théorie des droits de propriété trouve dans le modèle de coopérative de production yougoslave un terrain de recherche (Furubotn et Pejovitch, 1972). Les théoriciens de l'agence s'intéressent également à cet arrangement institutionnel (Jensen et Meckling, 1979). Les arguments développés rejettent l'actionnariat salarié dans le cadre spécifique des coopératives. D'après Blair et Kochan (1999), ces critiques des coopératives fondent ensuite théoriquement celles adressées aux autres formes moins radicales de la détention du capital par les salariés. Plusieurs écueils condamnent la détention d'actions par les salariés à la non optimalité au sens de Pareto d'après Jensen et Meckling (1979)[5]. La question du contrôle - un des écueils mentionnés par Jensen et Meckling - a particulièrement été traitée par des travaux empiriques dans le cas de l'actionnariat. A l'accusation de l'impossibilité d'un contrôle hiérarchique dans les coopératives s'ajoute pour l'actionnariat salarié celle de collusion avec les dirigeants. L'approche disciplinaire de la gouvernance suspecte l'actionnariat salarié de collusion avec les dirigeants au détriment du rôle de contre-pouvoir habituellement dévolu à l'actionnariat. Soucieux de préserver leurs emplois et leurs salariés, les actionnaires salariés seraient des « alliés naturels » des dirigeants (Pagano et Volpin, 2005) qui auraient tout intérêt à placer des actions dans leurs « mains amicales » (Benartzi et al, 2007). Du point de vue des

[5] Pour rappel : l'impossibilité de « location pure » (*impossibility of pure-rental*), le problème de l'horizon temporel des salariés (*horizon problem*), le problème de la propriété commune (*common-property problem*), le problème de la non-transférabilité (*non-transferability problem*), le problème du contrôle (*control problem*) (Jensen et Meckling, 1979 ; p. 481).

relations attendues, la théorie des incitations nous permet d'anticiper une relation négative entre actionnariat salarié et stock-options. En effet, cette approche suppose que le bénéfice de rémunérations liées au cours de l'action doit être réservé aux seuls dirigeants et managers sans bénéficier à l'ensemble des salariés. On pourrait considérer que les travaux qui montrent une collusion entre salariés et dirigeants supposent une relation positive entre actionnariat salarié et stock-options. Cette intuition n'est selon nous pas vérifiée pour deux raisons. D'une part, les motifs pour lesquels les dirigeants développent l'actionnariat salarié ne se limitent à la seule promotion de leurs intérêts comme le montre le modèle d'Aubert et al (2014). D'autre part, même dans le cas où l'actionnariat salarié favoriserait les intérêts des dirigeants, ce serait sans doute plutôt pour augmenter le montant fixe de la rémunération de ces derniers et non la part risquée liée au cours de l'action.

2.2.La relation stock-options/actionnariat salarié pour la gouvernance partenariale

Cette première approche peut cependant être nuancée par une vision plus partenariale. Si ces nuances présentent une vision plus mesurée de l'actionnariat salarié, elles ne remettent pas en cause selon nous la relation négative postulée par la théorie des incitations. Les actionnaires ne contrôlent en effet pas directement les comportements des salariés au sein de l'entreprise et délèguent cette tâche aux dirigeants. Les incitations conduisent à limiter les problèmes d'aléa moral au sein de l'entreprise. En permettant aux salariés de devenir directement actionnaires, le rôle de contrôleur exercé par le dirigeant perd de son importance. Il en résulterait une moindre utilité des incitations apportées aux dirigeants. En présence d'actionnariat salarié, les négociations contractuelles entre actionnaires et dirigeants devraient aboutir à un niveau de rémunération optimal[6] du dirigeant plus faible et une structure de rémunération moins incitative que dans les entreprises n'ayant pas mis en place un plan d'actionnariat salarié. Cet

[6] La rémunération optimale correspond au niveau de rémunération qui assure l'égalisation entre le coût marginal de la rémunération pour l'actionnaire et le bénéfice marginal de la rémunération pour le dirigeant.

argument est renforcé par d'autres travaux sur la pratique de l'actionnariat salarié. Eisenhardt (1989) montre en effet que dans les situations où le contrôle des salariés par le management s'avère difficile, les actionnaires peuvent accorder des incitations directement aux salariés. Barney (1989) montre que les entreprises pratiquant l'actionnariat salarié ont tendance à avoir un coût du capital plus faible. Un autre argument fréquemment avancé en faveur de l'actionnariat salarié est celui du contrôle mutuel et de la meilleure coopération. En bénéficiant d'incitations collectives telles que l'actionnariat salarié, les salariés seraient incités à exercer un contrôle sur le travail de leurs propres collègues. Selon Kandel et Lazear (1992), le contrôle horizontal peut limiter les comportements de passager clandestin. D'après Fitzroy et Kraft (1987), il existe de multiples interactions entre les membres d'un groupe de travail. Seuls des systèmes d'incitations collectives permettraient de stimuler la collaboration entre les bénéficiaires et de favoriser une meilleure coopération avec les dirigeants. Le problème d'agence entre le dirigeant et les salariés appartenant à des niveaux hiérarchiques inférieurs serait en partie résolu dans les entreprises ayant mis en place un plan d'actionnariat salarié. Par suite, le conflit d'agence primaire entre actionnaires et dirigeants au sein des entreprises ayant mis en place un plan d'actionnariat salarié est lui-même diminué puisque les conflits d'agence entre dirigeants et employés sont réduits. Les approches partenariale et cognitive de la gouvernance adoptent plutôt ce point de vue (Charreaux, 2002 et Charreaux et Desbrières, 2002). A l'inverse de l'approche disciplinaire, l'approche cognitive de la gouvernance considère plutôt les salariés comme des apporteurs de ressources cognitives fondant l'avantage concurrentiel. Cette caractéristique des salariés justifie la pratique de l'actionnariat salarié qui crée et stimule le développement de la base des connaissances. L'approche cognitive fonde sur ce même argument la présence des actionnaires salariés dans les instances de gouvernance. Cette approche est cohérente avec une vision partenariale de l'entreprise intégrant toutes les parties prenantes contribuant à la création de valeur (Charreaux et

Desbrières, 1998). Les approches qui admettent l'intérêt de la diffusion des rémunérations indexées sur le cours de l'action à tous les salariés ne remettent pas selon nous en cause la relation négative postulée par la théorie des incitations. En effet, si l'actionnariat salarié contribue à relativiser la fonction de contrôle du dirigeant que les actionnaires n'assument pas directement, la rémunération incitative des dirigeants sous forme de stock-options est elle aussi relativisée.

A notre connaissance, Zhang (2011) présente la seule tentative d'étudier empiriquement la relation entre les rémunérations liées au cours de l'action des salariés et des dirigeants. Il utilise des données américaines sur la période 1992 à 2007 et mesure la rémunération incitative des dirigeants et l'actionnariat salarié investi dans le cadre du plan de retraite à contributions définies de l'entreprise. Zhang (2011) montre qu'il existe une relation négative entre l'actionnariat salarié et le montant des stock-options attribuées et la proportion que représentent ces options dans la rémunération totale. Nous nous interrogeons sur la relation entre le montant des stock options attribuées aux dirigeants et l'actionnariat salarié. Nous étudions également la relation entre la proportion que représente les stock-options dans la rémunération totale des dirigeants et l'actionnariat salarié. La théorie des incitations prédit une relation négative entre ces deux variables. En effet, des incitations directement octroyées aux salariés relativise le rôle de contrôle des dirigeants. Il en résulte que l'actionnariat salarié est associé à un montant plus faible de stock-options et à une proportion plus faible de stock-options dans la rémunération totale. On peut donc faire l'hypothèse d'une relation négative entre le montant des stock-options et l'actionnariat salarié. Compte-tenu des prédictions des théories citées, nous formulons l'hypothèse suivante :

H1 : Il existe une relation négative entre l'actionnariat salarié et le montant des stock options attribuées aux dirigeants.

Pour expliquer la rémunération des dirigeants, au-delà l'actionnariat salarié, nous retrouvons des variables capturant les déterminants économiques qui sont traditionnellement utilisés pour expliquer la rémunération des dirigeants (Core et al, 2003) : la taille de l'entreprise, l'endettement de l'entreprise, les opportunités de croissance de l'entreprise. La littérature met en évidence que la taille de l'entreprise est associée positivement aux niveaux et à la structure de la rémunération des dirigeants (Jensen et Murphy, 1990 ; Tosi et al 2000). Les opportunités de croissance de l'entreprise devraient affecter positivement le niveau de rémunération et l'ampleur de la rémunération incitative (Smith et Watts, 1992). L'endettement engage et oblige les dirigeants à débloquer des liquidités pour honorer le service de la dette, sous peine de faire faillite ou de perdre le contrôle de l'entreprise (Jensen, 1986 ; Grossman et Hart, 1982, Milgrom et Roberts, 1992). Le niveau de rémunération et l'ampleur de la rémunération incitative proposés au dirigeant devraient être plus faibles lorsque l'endettement de l'entreprise augmente. Enfin, certaines variables de gouvernance affectent le montant et la répartition de la rémunération des dirigeants (Core et al, 1999). Parmi ces variables figure la part du capital possédée par le dirigeant, la part du capital possédée par les investisseurs institutionnels, la présence d'un actionnaire majoritaire, le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et la séparation des fonctions Directeur/Président du conseil d'administration. Un dirigeant a davantage de pouvoir sur le conseil d'administration lorsque la part du capital de l'entreprise qu'il possède est forte, la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels est faible, il n'existe pas d'actionnaire majoritaire dans l'entreprise, le pourcentage d'administrateurs indépendants est faible et si le dirigeant cumule les fonctions de Directeur Général et de Président du conseil d'administration. Les signes attendus associés à chacune des variables sont détaillés dans le tableau 1.

3. Données et méthodologie

Dans cette section, nous présentons successivement notre échantillon d'étude, les mesures de nos différentes variables et les modèles d'estimation sélectionnés pour le test de nos hypothèses.

3.1.Données

Nous avons constitué un échantillon des plus grandes capitalisations françaises. Pour chaque entreprise, nous disposons des données relatives aux différentes variables sur une période de six ans allant de 2004 à 2009. Nous avons mentionné plus haut que la loi de 2008 impose désormais que l'octroi d'options aux dirigeants devait être subordonné à plusieurs conditions :

- l'attribution d'options gratuites à l'ensemble du personnel ou d'au moins 90% du personnel ;
- l'attribution d'actions gratuites à l'ensemble du personnel ou d'au moins 90% du personnel ;
- la mise en œuvre d'un accord d'interessement ou de participation couvrant au moins 90% du personnel. L'effet induit par les deux premières dispositions de la loi viendrait biaiser nos conclusions. Cet événement justifie que notre échantillon ne soit pas étendu à une période ultérieure à 2009[7]. Notre échantillon initial comprenait 720 observations (entreprises-années). Sur ces 720 observations, nous avons écarté des observations du fait de données manquantes ou de la présence de valeurs extrêmes. L'échantillon s'est également réduit car certaines sociétés cotées en 2009 ne l'étaient pas nécessairement dans les années antérieures, empêchant l'exploitation des documents de référence. Au final, notre échantillon se compose de 88 entreprises soit 496 entreprises-années. Afin de constituer notre base de données, plusieurs sources d'information ont été utilisées. Nous avons utilisé les documents de référence téléchargeables sur le site de l'Autorité des Marchés Financiers qui comportent une

[7] La loi a en effet été votée en décembre 2008. Les entreprises ont donc pu intégrer ces nouvelles dispositions au mieux dans le courant de l'exercice 2009.

partie spécifiquement consacrée au gouvernement d'entreprise. Nous y avons collecté les variables suivantes : la qualité des membres du conseil (indépendant ou non), la qualité du dirigeant (directeur général, président du directoire, président et directeur général), la structure de l'actionnariat (pourcentage de capital détenu par les investisseurs institutionnels, présence d'un actionnaire majoritaire, part du capital détenue par le dirigeant, pourcentage détenu par les actionnaires salariés). Les données de rémunération nous ont été remises gracieusement par la société Proxinvest. Il s'agit plus précisément des différents éléments composant le panier de rémunération du dirigeant : le salaire fixe, le bonus variable, le nombre d'actions gratuites ainsi que le nombre de stock-options attribuées au dirigeant. Pour ce dernier élément de rémunération, la société Proxinvest a également remis à l'auteur certaines caractéristiques des plans de stock-options indispensables à leur évaluation par la méthode de Black et Scholes (1973) et Merton (1973) : le prix d'exercice, la date d'attribution, la date d'échéance et la durée d'indisponibilité. Les données suivantes ont enfin été collectées sur la base de données Thomson One : taille, opportunité de croissance, endettement, taux de distribution des dividendes (nécessaire pour l'évaluation des options selon le modèle de Black Scholes Merton), variables sectorielles et années fiscales. La base de données Datastream a été mobilisée pour la récolte des données suivantes : la volatilité des titres (nécessaire pour le calcul de l'instabilité de l'environnement et pour l'évaluation des options), les taux d'intérêt sans risque et les cours quotidiens des titres. Les cours quotidiens ont servi à l'évaluation des octrois annuels d'actions gratuites et à l'évaluation du portefeuille d'options puisque le cours de l'action au moment de l'octroi des stock-options est nécessaire dans la formule de Black Scholes Merton.

3.2.Variables

Les variables dépendantes sont : - le montant des stock-options en euros évalué par la formule de Black Sholes Merton (notée SO) ; - la proportion représentée par les stock-options dans le montant totale de la rémunération du dirigeant (notée SO/REM).

La variable indépendante clé de notre étude est l'actionnariat salarié mesuré par le pourcentage de capital de l'entreprise détenu par ses salariés.

Les variables de contrôle sont les déterminants économiques (taille, opportunités de croissance et endettement de l'entreprise) et les variables de gouvernance (la part du capital possédée par le dirigeant, la part du capital possédée par les investisseurs institutionnels, la présence d'un actionnaire majoritaire, le pourcentage d'administrateurs indépendants dans le CA et la séparation des fonctions Directeur/Président du CA). Nous intégrons des variables sectorielles pour capturer d'éventuelles différences dans les pratiques de rémunération selon les secteurs d'activités. Neuf secteurs sont considérés selon la classification sectorielle basée sur la nomenclature internationale ICB (Industry Classification Benchmark proposée par FTSE Group et Dow Jones Indexes en 2005 et qui a pris effet le 2 janvier 2006). Un descriptif des variables, de leur mesure et des signes attendus figurent dans le tableau 1.

[INSERER LE TABLEAU 1 ICI]

3.3.Modèles d'estimation

Nous testons le modèle empirique suivant :

$$VD_{it} = a + \beta_1 AS_{it} + \beta_2 MAJORITAIRE_{it} + \beta_3 PART_DIRIGEANT_{it} + \beta_4 PART_INSTIT_{it} + \beta_5 INDEPENDANT_{it} + \beta_6 DUALITE_{it} + \beta_7 TAILLE_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 DETTE_{it} + \beta_{10} SECTEURS_{it} + \varepsilon_i$$

où a désigne la constante, i désigne l'entreprise i. Afin de tester notre hypothèse, nous mesurons la variable dépendante VD_{it} avec deux variables : le montant des stock-options (SO) et le montant des stock-options sur la rémunération totale (SO/REM). ε_i désigne le terme d'erreur. Les variables dépendantes observées sont mesurées à la fin de l'année t et les

variables explicatives (indépendantes, contrôle et sectorielles) ont été mesurées au début de l'année fiscale t. Sur le plan statistique, l'intérêt de créer un décalage temporel est de limiter un éventuel biais d'endogénéité lié à la simultanéité, ce qui par la même, évite un éventuel problème d'ambiguïté causale. Par construction, la variable mesurant la part des stock-options dans la rémunération totale est bornée entre 0 et 1. Cette particularité rend les moindres carrés ordinaires limitée pour tester les hypothèses (Greene, 2000). L'inconvénient d'une estimation par les moindres carrés ordinaires est d'une part, que certaines valeurs prédites sont négatives et d'autre part, que la variable dépendante ne peut avoir une distribution conditionnelle normale (Araujo et al, 2004). La solution consistant à supprimer les observations censurées et à utiliser l'estimateur des moindres carrés ordinaires sur la partie linéaire du modèle n'est pas recommandée. En effet, l'estimateur des moindres carrés ordinaires sur les données positives est à nouveau biaisé (Greene, 2000). Dans ce contexte, le modèle originel de Tobin (1958) – modèle Tobit – est adapté. La procédure Tobit repose sur une variable latente, c'est-à-dire une variable partiellement inobservée mais qui détermine complètement la réalisation de la variable dépendante d'intérêt.

4. Résultats

Cette section présente successivement les statistiques descriptives et les résultats de nos modèles de régression.

4.1.Statistiques descriptives

[INSERER LE TABLEAU 2 ICI]

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives de l'échantillon étudié. La variable SO présente des statistiques descriptives singulières mais liées à sa nature. L'éloignement des valeurs de la médiane (124 135) et de la moyenne (Moy. : 640 035 ; écart-type : 1,22e+06) indique une asymétrie qui est la conséquence de deux caractéristiques que nos analyses prennent en compte. Tout d'abord, beaucoup d'entreprises n'ont pas opté pour ce mode de rémunération ce qui se traduit par des valeurs nulles (235 entreprises années sur 496). La variable SO prend également des valeurs élevées avec un montant maximum de 14 millions d'euros. Les caractéristiques de cette variable sont prises en compte dans les régressions par des estimations robustes d'une part et en transformant cette variable en logarithme néperien. Notre seconde variable dépendante d'intérêt SO/REM est la proportion des stock-options dans la rémunération totale. Il s'agit d'une variable censurée puisqu'exprimée en pourcentage et qui nécessite l'utilisation d'un modèle Tobit. Nous constatons que les stock-options représentent en moyenne 23.7% (écart-type=0.27) de la rémunération totale des dirigeants et les stock-options représentent 10% pour plus de la moitié des entreprises de l'échantillon (Médiane : 0,10). La valeur des stock-options peut au maximum représenter 96% de la rémunération. La proportion moyenne du capital détenue par les salariés (variable AS) est notre principale variable indépendante et s'établit à 2.32% (écart-type=4.11%). Les proportions moyennes de capital détenues sont les suivantes : 3.63% pour le dirigeant (variable PART_DIRIGEANT ; écart-type=9.26%), à 24.21% pour les investisseurs institutionnels (variable PART_INSTIT ; écart-type=30.08%). Le pourcentage moyen des administrateurs indépendants présents dans les instances de gouvernement d'entreprise (variable INDEPENDANT) est de 32.56% (écart-type=18.42%). 59% des entreprises ont un actionnaire majoritaire détenant plus de 20% du capital. Les fonctions de directeur général et de président directeur général sont regroupées dans 54% des entreprises. La valeur de marché des capitaux propres représente 2,5 fois sa valeur comptable en moyenne (variable MTB)

témoignant d'opportunités de croissance pour les entreprises de l'échantillon avec néanmoins une forte dispersion (Ecart-type=1,9). Enfin, la moyenne du ratio d'endettement est de 20,67% (variable DETTE) avec une forte disparité des politiques d'endettement (Ecart-type=20,34%). La matrice de corrélations est présentée dans le tableau 3. Afin de vérifier la présence de multicolinéarité, nous y avons également reporté le facteur d'inflation de la variance (ou VIF pour variance inflation factors) qui ne dépasse pas 2 en moyenne pour l'ensemble des variables. Le test de Breush Pagan ne permet pas de rejeter l'hypothèse d'hétéroscédasticité des résidus des régressions. Ce résultat est sans doute la conséquence des distributions des variables évoquées ci-dessus. Nous utilisons donc des estimations robustes permettant la correction de l'hétéroscédasticité.

4.2.Régressions

Les résultats des régressions sont présentés dans les tableaux 4 et 5. Le tableau 4 présente les résultats relatifs à l'étude de la relation entre l'actionnariat salarié et la valeur des stock-options attribuées au dirigeant. Le tableau 5 présente les résultats relatifs à l'étude de la relation entre l'actionnariat salarié et la proportion que représente la valeur des stock-options par rapport à la rémunération totale. Dans les tableaux 4 et 5, nous présentons dans une première colonne les résultats de l'estimation sur les données de panel de 2004 à 2009. Les colonnes suivantes reportent les résultats des estimations année par année de 2004 à 2009. Nous rappelons que la loi de 2008 en faveur des revenus du travail est entrée en vigueur en 2009. Afin de simplifier la présentation des résultats, nous ne mentionnons pas dans les tableaux les coefficients associés aux variables sectorielles. Pour chaque colonne, nous reportons les statistiques témoignant de la qualité de l'ajustement des modèles. La plupart des modèles de régression présentent des statistiques F significatives et des ratios de vraisemblance faibles pour les régressions Tobit. Les R2 et pseudo R2 sont compris entre 7 et

26% à l'exception du modèle Tobit pour 2009 dans le tableau 5 qui présente un pseudo R2 de 1,65%. Ces statistiques indiquent une bonne qualité de l'ajustement malgré la taille modeste de nos échantillons pour chacune des années 2004 à 2009.

[INSERER LE TABLEAU 4 ICI]

Dans le tableau 4, les résultats de la première colonne montrent que la variable AS est négativement et significativement associée au montant des stock-options attribuées au dirigeant. Ce résultat corrobore l'hypothèse d'après laquelle il existe une relation négative entre l'actionnariat salarié et les stock-options attribuées au dirigeant. Les autres variables présentant des résultats significatifs sont les variables PART_DIRIGEANT (négatif) et PART_INSTIT (positif). Bien que non significatifs, les signes des coefficients associés aux variables DUALITE, TAILLE et DETTE sont conformes à ceux attendus. Dans le but d'affiner les analyses pour mettre en lumière l'effet potentiel de la loi de 2008, nous avons également effectué des régressions pour chacune des six années de notre panel. Nous constatons que la relation entre les variables AS et SO est négative et significative pour les années 2005 à 2008. Bien que négatifs, les coefficients ne sont pas significatifs pour les années 2004 et 2009.

[INSERER LE TABLEAU 5 ICI]

Dans le tableau 5, les résultats de la première colonne confirment ceux du tableau précédent pour la variable dépendante SO/REM. Le coefficient associé à la variable AS est négatif et significatif. Ce résultat corrobore l'hypothèse d'après laquelle il existe une relation négative entre l'actionnariat salarié et la proportion de rémunération du dirigeant attribuée sous forme

de stock-options. La variable PART_DIRIGEANT présente un coefficient négatif et significatif. Les coefficients conformes à nos prédictions bien que non significatifs sont associés aux variables suivantes : PART_INSTITI, DUALITE, TAILLE et DETTE. Nous avons à nouveau réalisé les analyses pour chacune des années de la période. L'hypothèse est corroborée pour les années 2005 à 2008 avec des coefficients négatifs et significatifs. Dans les tableaux 4 et 5, on constate que la relation prédite entre l'actionnariat salarié et les variables de rémunération des dirigeants ne sont pas significatives pour l'année 2009 alors qu'elles le sont les années précédentes.

5. Discussion des résultats

Notre étude empirique menée sur un échantillon de grandes entreprises françaises révèle une relation négative entre les deux variables de rémunération des dirigeants (i.e. les flux de stock-options et l'ampleur de la rémunération sous forme de stock-options sur l'ensemble de la rémunération du dirigeant) et l'actionnariat salarié. Afin de tester la robustesse de ces résultats, nous avons réalisé les régressions en retirant les années qui ont suivi la crise financière de 2007. Les résultats ne sont pas affectés par cette réduction de l'échantillon.

Ces résultats sont conformes à ceux obtenus par Zhang (2011) sur des données américaines. Toutefois, à la différence de Zhang (2011), le cadre théorique que nous avons mobilisé visait explicitement à capturer le contexte informationnel dans lequel évoluent les entreprises de notre échantillon. En effet, selon Core et al. (2003), la prise en compte du contexte informationnel est essentielle dans toute tentative d'explication de la rémunération des dirigeants par un facteur spécifique (i.e. l'actionnariat salarié) compte tenu de la nature fondamentalement endogène de cette dernière.

De surcroît, le contexte législatif français et plus particulièrement l'attention des pouvoirs publics quant à la répartition de la valeur ajoutée des entreprises entre le capital et le travail

permet d'approfondir l'analyse de nos résultats. En effet, l'article 22 de la loi du 3 Décembre 2008, visant à étendre le bénéfice des incitations à l'ensemble des salariés, repose notamment sur un effet de substitution supposé dans le partage des fruits des performances de l'entreprise en faveur des dirigeants et au détriment des salariés non dirigeants. A cet égard, les résultats de notre étude sont clairement nuancés en fonction de l'année étudiée. En particulier, l'analyse des résultats pour la seule année 2009 révèle que la relation négative prédite entre l'actionnariat salarié et les variables de rémunération des dirigeants n'est pas significative alors qu'elle l'est pour les années précédentes. Ce résultat pourrait s'expliquer par l'application de la loi du 3 Décembre 2008 et plus particulièrement par la réaction des conseils d'administration en charge de l'élaboration des paniers de rémunération des dirigeants (notamment pour la composante de la rémunération basée sur les stock-options). En d'autres termes, les conseils d'administration des grandes entreprises, devant se conformer au nouveau cadre législatif en vigueur lors de cette année 2009, étaient dans l'obligation légale d'annuler l'octroi de flux annuels de stock-options aux dirigeants si ce dernier n'était pas accompagné d'une augmentation du niveau d'actionnariat salarié. Inversement, les conseils d'administrations pour cette année 2009 étaient dans l'obligation d'ajuster positivement le niveau d'actionnariat salarié en cas d'octroi de nouvelles stock-options pour l'équipe dirigeante.

Au final, la présence d'une relation statistiquement significative entre les composants stock-options de la rémunération des dirigeants et l'actionnariat salariée avant 2008 et, l'absence de relation statistiquement significative observée entre les composantes stock-options de la rémunération des dirigeants et l'actionnariat salarié pour cette année 2009 conforterait le présupposé de cette loi quant à l'effet de substitution supposé et supporterait l'idée de sa mise en application concrète au sein des grandes entreprises.

Pour établir nos hypothèses de recherche, nous avons mobilisé deux approches théoriques : l'approche disciplinaire et l'approche cognitive et partenariale de la gouvernance d'entreprise. Bien qu'elles s'opposent souvent (Charreaux, 2002), nous avons tenté de montrer dans cet article qu'elles induisaient toutes deux une même relation négative entre les composantes stock-options de la rémunération des dirigeants et l'actionnariat salarié.

En effet, selon l'approche disciplinaire de la gouvernance qui repose notamment sur la théorie des incitations (Laffont et Martimort, 2001), en permettant aux salariés d'entrer dans le capital de leur entreprise, le rôle de contrôleur exercé par les niveaux hiérarchiques supérieurs perd de son importance ce qui limiterait le bénéfice de l'usage d'incitations financières supplémentaires sous formes des stock-options pour les dirigeants. Par ailleurs, l'approche disciplinaire de la gouvernance suspecte l'actionnariat salarié de collusion avec les dirigeants, à ce titre, les dirigeants seraient tout à fait enclins à augmenter la part des actions d'entreprises disponibles dans les « mains amicales » des salariés (Pagano et Volpin, 2005).

Selon l'approche cognitive et partenariale de la gouvernance, les salariés sont considérés comme des apporteurs de ressources cognitives sources de création de valeur. Cette caractéristique des salariés justifie la pratique de l'actionnariat salarié et la présence des salariés actionnaires au sein des conseils d'administration car ces derniers participent au développement de la base des connaissances. Ainsi, dans une optique de performance et selon cette approche partenariale et cognitive de la gouvernance d'entreprise, les dirigeants seraient enclins à augmenter la part des actions d'entreprises disponibles pour les salariés.

L'effet de substitution entre actionnariat salarié et la rémunération incitative des dirigeants sous la forme d'options d'actions que nous avons observé peut également résider dans la composante risque présente dans ces deux formes de rémunération. En effet, l'actionnariat salarié implique un risque directement supporté par les salariés sur leur patrimoine. Poterba (2003), Ramaswamy (2003) et Meulbroek (2005), ont montré que le coût de sous-

diversification induit par un investissement en actions de l'entreprise pouvait être considérable. Or, ce coût augmente avec la volatilité de l'action de l'entreprise. A l'inverse, la valeur des options attribuées aux dirigeants augmente justement avec la volatilité des actions. Ce phénomène peut inciter les dirigeants à entreprendre des investissements risqués. Par construction, les dirigeants bénéficiaires d'options peuvent souhaiter augmenter le risque là où les salariés souhaitent l'éviter. Ces caractéristiques entraineraient donc un effet de substitution entre les rémunérations des salariés et des dirigeants dans le cas le plus fréquent où les premiers disposent d'actions et les seconds d'options.

6. Conclusion

Cette étude empirique s'est focalisée sur la dimension variable de la rémunération du dirigeant sous forme de stock-options. Or, le panier de rémunération des dirigeants, en plus des stock-options, comporte également des actions gratuites qui n'ont pas été intégrées dans notre analyse. Pour conforter la relation négative obtenue dans notre étude, il conviendrait de reconduire nos différents tests en considérant cette composante de la rémunération des dirigeants. Cette limite doit être relativisée car les travaux de Garnotel (2011) ont mis en avant que la pratique des actions gratuites était encore peu développée dans le périmètre des grandes entreprises françaises sur la période 2004-2009.

Les résultats de notre étude empirique sont également limités par la taille de notre échantillon, sa spécificité (les plus grandes entreprises françaises cotées) et la période que nous avons utilisée. Il conviendrait de reproduire différents tests statistiques afin d'en éprouver la plus grande robustesse.

Enfin, si nous avons observé une relation négative entre la rémunération sous forme des stock-options des dirigeants et l'actionnariat salarié, notre étude ne s'est pas directement

intéressée aux moyens par lesquels les salariés actionnaires peuvent imposer concrètement cette pratique aux dirigeants. Ceci pourrait expliquer les très faibles niveaux d'actionnariats salariés que nous avons observés dans nos statistiques descriptives et pourrait justifier dans une vision normative l'action des pouvoirs politiques pour modifier ce niveau jugé trop faible. Ainsi, l'analyse des mécanismes d'influence des salariés actionnaires sur les pratiques de rémunération des dirigeants produirait un complément utile dans la compréhension de la rémunération des grands dirigeants.

Références

Aubert, N., Garnotel, G., Lapied, A., & Rousseau, P. (2014). Employee ownership: A theoretical and empirical investigation of management entrenchment vs. reward management. *Economic Modelling*, 40, 423-434.

Araujo, C., Brun, J. F., & Combes, J. L. (2008). *Econométrie*. Bréal éd.

Barney, J. B. (1990). Employee Stock Ownership and the Cost of Equity in Japanese Electronics Firms. *Organization Studies*, *11*(3), 353-372.

Benartzi, S., Thaler, R. H., Utkus, S. P., & Sunstein, C. R. (2007). The law and economics of company stock in 401 (k) plans. *Journal of Law and Economics*, 50(1), 45-79.

Black, F., & Scholes, M. (1973). The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 637-654.

Blair, M. M., & Kochan, T. A. (Eds.). (2002). The new relationship: Human capital in the American corporation. Brookings Institution Press.

Blair, M. M., & Roe, M. J. (Eds.). (1999). Employees and corporate governance. Brookings Institution Press.

Charreaux, G. (2002). Variation sur le thème:«À la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise». *Finance Contrôle Stratégie*, 5(3), 5.

Charreaux, G., & Desbrières, P. (1998). Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale. *Finance Contrôle Stratégie*, 1(2), 57-88.

Chassagnon, V., & Hollandts, X. (2014). Who are the owners of the firm: shareholders, employees or no one?. *Journal of Institutional Economics*, 10(01), 47-69.

Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, *51*(3), 371-406.

Core, J. E., Guay, W., & Larcker, D. F. (2003). Executive equity compensation and incentives: A survey. *Economic Policy Review*, *9*(1), 27-50.

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.

Eisenhardt, K. M. (1988). Agency-and institutional-theory explanations: The case of retail sales compensation. *Academy of Management Journal*, *31*(3), 488-511.

FitzRoy, F. R., & Kraft, K. (1987). Cooperation, productivity, and profit sharing. *The Quarterly Journal of Economics*, *102*(1), 23-35.

Furubotn, E. G., & Pejovich, S. (1972). Property rights and economic theory: a survey of recent literature. *Journal of Economic Literature*, 10(4), 1137-1162.

Garnotel, G. (2011). Causes et conséquences sur la performance de l'entreprise de l'introduction d'incitations financières dans les contrats de rémunération des dirigeants. Thèse de Doctorat.

Greene, W. (2000), Econometric Analysis. *New Jersey, Prentice Hall*.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In The economics of information and uncertainty (pp. 107-140). University of Chicago Press.

Guedri, Z., & Hollandts, X. (2008). Beyond dichotomy: the curvilinear impact of employee ownership on firm performance. *Corporate Governance: an International Review*, 16(5), 460-474.

Hill, C. W., & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), 131-154.

Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *Accounting Review*, 58(2), 319-339.

Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2).

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305-360.

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979). Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *Journal of Business*, 469-506.

Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 225-264.

Kandel, E., & Lazear, E. P. (1992). Peer pressure and partnerships. *Journal of Political Economy*, *100*(4), 801.

Laffont, J. J., & Martimort, D. (2001). The theory of incentives: the principal-agent model. Princeton university press.

Malkiel, B. G., & Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Merton, R. C. (1973). Theory of rational option pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 141-183.

Migrom., P. & Roberts, J. (1992). Economics, organization and management, Prentice Hall, New Jersey.

Oyer, P. (2004). Why do firms use incentives that have no incentive effects?. The Journal of Finance, 59(4), 1619-1650.

Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60(2), 841-868.

Prendergast, C. (1999). The provision of incentives in firms. *Journal of economic literature*, 37(1), 7-63.

Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263-292.

Tobin, J. (1958). Estimation of relationships for limited dependent variables. *Econometrica*, 24-36.

Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P., & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.

Zhang, W. (2011). The Tradeoff Between Employee Ownership and CEO Compensation: Evidence from Defined Contribution Pension Plans. *Available at SSRN 1912649*.

Annexes

Tableau 1. Description des variables :

Nom de la variable	Mesure des variables	Statut de la variable	Signe
SO/REM	Le rapport des stock-options sur la rémunération totale de l'année t.	Endogène	#
SO	Valeur en euros des stock-options attribuées au dirigeant évaluée par la formule de Black Sholes Merton	Endogène	#
AS	Le pourcentage du capital détenu par les salariés	Indépendante	-
MAJORITAIRE	Variable qui prend la valeur de 1 si un actionnaire détient plus de 20% du capital, 0 sinon.	Indépendante	+
PART_DIRIGEANT	Le pourcentage du capital détenu par le dirigeant	Indépendante	-
PART_INSTIT	Le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels	Indépendante	+
INDEPENDANT	Le pourcentage d'administrateurs indépendants	Indépendante	+
DUALITE	Variable qui prend la valeur de 1 si le dirigeant cumule les fonctions de Président du conseil et de directeur, 0 sinon.	Indépendante	-
TAILLE	Le logarithme de la valeur comptable du total de l'actif	Indépendante	+
MTB	Le rapport de la capitalisation boursière sur valeur comptable des capitaux propres (market to book ratio)	Indépendante	+
DETTE	Le rapport des dettes de long terme sur le total de l'actif peut-on retenir Dettes Financières / AE	Indépendante	-
VOLATILITE	L'écart-type des rentabilités de l'action sur trois ans	Contrôle	-
SECTEURS	Variables binaires indiquant l'appartenance sectorielle	Contrôle	#

Tableau 2. Statistiques descriptives

Variable	N	Moyenne	Médiane	Ecart-type	Min	Max
SO/REM	530	0,237	0,10	0,270	0	0,963
SO	512	640 035	124 135	1,22e+06	0	1,406e+07
AS	508	2,326	1,18	4,118	0	32,75
TAILLE	537	22,37	22,44	1,580	17,73	26,02
DETTE	537	20,67	18,18	20,34	0,000267	225,8
PART_DIRIGEANT	527	3,631	0,017	9,265	0	46,50
PART_INSTIT	523	24,22	0	30,08	0	89,30
INDEPENDANT	523	32,57	33,33	18,43	0	85,71
MAJORITAIRE	535	0,596	1	0,491	0	1
DUALITE	535	0,550	1	0,498	0	1
MTB	520	2,540	2,07	1,940	0,130	18,32

Tableau 3. Matrice des corrélations

Note : La première colonne présente les résultats des régressions sur données de panel. Les autres colonnes présentent les résultats des régressions année par année. SO/REM est le rapport des stock-options sur la rémunération totale de l'année t. SO est la valeur en euros des stock-options attribuées au dirigeant évaluée par la formule de Black Sholes Merton. AS est le pourcentage du capital détenu par les salariés. MAJORITAIRE prend la valeur de 1 si un actionnaire détient plus de 20% du capital, 0 sinon. PART_DIRIGEANT est le pourcentage du capital détenu par le dirigeant. PART_INSTIT est le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels. INDEPENDANT est le pourcentage d'administrateurs indépendants. DUALITE prend la valeur de 1 si le dirigeant cumule les fonctions de Président du conseil et de directeur, 0 sinon. TAILLE est le logarithme de la valeur comptable du total de l'actif. MTB est le market to book ratio. DETTE est le rapport des dettes de long terme sur le total de l'actif. VOLATILITE est l'écart-type des rentabilités de l'action sur trois ans. Les erreurs standards robustes entre parenthèses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	VIF
(1)	SO/REM	1										1,55
(2)	SO	0,57***	1									1,64
(3)	AS	-0,13***	-0,07	1								1,11
(4)	MAJORITAIRE	-0,02	-0,08*	-0,12**	1							1,15
(5)	PART_DIRIGEANT	-0,21***	-0,18***	-0,05	0,20***	1						1,19
(6)	PART_INSTIT	0,07*	0,12**	0,01	-0,12**	-0,20***	1					1,39
(7)	INDEPENDANT	0,05	0,12**	-0,11**	-0,29***	-0,18***	0,32***	1				1,26
(8)	DUALITE	0,00	-0,05	0,05	0,01	0,22***	-0,09*	-0,07	1			1,07
(9)	TAILLE	0,06	0,26***	0,18***	-0,12***	-0,16***	0,37***	0,05	-0,04	1		1,5
(10)	MTB	0,01	0,01	-0,09**	0,14***	-0,00	-0,17***	-0,11**	-0,06	-0,27***	1	1,16
(11)	DETTE	0,02	-0,05	-0,06	0,07	0,03	-0,03	-0,10**	0,10**	0,02	-0,17***	1,1
											VIF moyen	1,28

Tableau 4. Résultats des régressions OLS en panel et année par année (2004-2009) de la variable stock-options

Note : La première colonne présente les résultats des régressions sur données de panel avec effets fixes. Les autres colonnes présentent les résultats des régressions année par année. La variable dépendante est ln(1+SO) soit le logarithme népérien de la valeur en euros des stock-options attribuées au dirigeant évaluée par la formule de Black Sholes Merton. AS est le pourcentage du capital détenu par les salariés. MAJORITAIRE prend la valeur de 1 si un actionnaire détient plus de 20% du capital, 0 sinon. PART_DIRIGEANT est le pourcentage du capital détenu par le dirigeant. PART_INSTIT est le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels. INDEPENDANT est le pourcentage d'administrateurs indépendants. DUALITE prend la valeur de 1 si le dirigeant cumule les fonctions de Président du conseil et de directeur, 0 sinon. TAILLE est le logarithme de la valeur comptable du total de l'actif. MTB est le market to book ratio. DETTE est le rapport des dettes de long terme sur le total de l'actif. VOLATILITE est l'écart-type des rentabilités de l'action sur trois ans. Les erreurs standards robustes entre parenthèses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Années	Signes attendus	2004-2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AS	-	-0.539***	-0.133	-0.428***	-0.548***	-0.426***	-0.349**	-0.00411
		(0.151)	(0.138)	(0.101)	(0.121)	(0.123)	(0.149)	(0.165)
MAJORITAIRE	+	-0.0849	-3.971**	-1.358	1.086	0.622	2.099	1.814
		(1.340)	(1.624)	(1.692)	(1.495)	(1.550)	(1.687)	(1.715)
PART_DIRIGEANT	-	-0.230**	-0.0276	-0.184***	-0.231***	-0.213***	-0.0929	-0.232***
		(0.103)	(0.0552)	(0.0471)	(0.0551)	(0.0593)	(0.0982)	(0.0650)
PART_INSTIT	+	0.102**	0.0786**	0.0348	0.00767	0.0225	-0.00812	0.0186
		(0.0450)	(0.0349)	(0.0296)	(0.0295)	(0.0291)	(0.0312)	(0.0280)
INDEPENDANT	+	-0.0147	-0.0326	-0.0172	-0.00833	-8.01e-05	0.00992	0.0300
		(0.0348)	(0.0574)	(0.0417)	(0.0404)	(0.0390)	(0.0462)	(0.0419)
DUALITE	-	-0.864	0.712	2.119	1.588	-0.321	-0.951	-0.547
		(0.796)	(1.600)	(1.489)	(1.436)	(1.555)	(1.633)	(1.702)
TAILLE	+	0.972	-0.334	-0.733	0.890	-0.452	0.519	0.614
		(1.183)	(0.574)	(0.528)	(0.650)	(0.592)	(0.601)	(0.534)
MTB	+	-0.186	-0.0487	0.254	0.609***	0.00854	-0.340	-0.147
		(0.352)	(0.209)	(0.314)	(0.216)	(0.449)	(0.563)	(0.512)
DETTE	-	-0.0710	0.00897	-0.0731	-0.00798	0.0402	-0.0519	-0.0759
		(0.0438)	(0.0573)	(0.0564)	(0.0554)	(0.0650)	(0.0614)	(0.0548)
VOLATILITE	-	0.0317	-0.00646	-0.125*	-0.112	-0.100	-0.0396	0.00783
		(0.0384)	(0.0545)	(0.0715)	(0.0855)	(0.115)	(0.0932)	(0.0951)
Constant		-13.16	14.41	28.54**	-10.38	21.01	-0.483	-5.237
		(27.39)	(13.09)	(12.71)	(15.59)	(14.53)	(15.24)	(12.13)
Observations		483	77	79	85	84	83	75
R2		0,0819	0.196	0.232	0.263	0.158	0.096	0.187
F tests		3,022***	1,91*	6,08***	6,75***	3,86***	1,47	3,16***

Tableau 5. Résultats des régressions TOBIT en panel et année par année (2004-2009) de la variable stock-options/rémunération totale

Note : La première colonne présente les résultats des régressions sur données de panel. Les autres colonnes présentent les résultats des régressions année par année. La variable dépendante est SO/REM soit le rapport des stock-options sur la rémunération totale de l'année t. AS est le pourcentage du capital détenu par les salariés. MAJORITAIRE prend la valeur de 1 si un actionnaire détient plus de 20% du capital, 0 sinon. PART_DIRIGEANT est le pourcentage du capital détenu par le dirigeant. PART_INSTIT est le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels. INDEPENDANT est le pourcentage d'administrateurs indépendants. DUALITE prend la valeur de 1 si le dirigeant cumule les fonctions de Président du conseil et de directeur, 0 sinon. TAILLE est le logarithme de la valeur comptable du total de l'actif. MTB est le market to book ratio. DETTE est le rapport des dettes de long terme sur le total de l'actif. VOLATILITE est l'écart-type des rentabilités de l'action sur trois ans. Les erreurs standards robustes (jacknife pour la première colonne) entre parenthèses *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Années	Signes attendus	2004-2009	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AS	-	-0,0334**	-0,0140	-0,0459***	-0,0677***	-0,0302**	-0,0281**	0,00401
		(0,0134)	(0,0171)	(0,0148)	(0,0208)	(0,0129)	(0,0138)	(0,0117)
MAJORITAIRE	+	0,00242	-0,281**	-0,169	0,0401	0,0865	0,181	0,102
		(0,0674)	(0,117)	(0,121)	(0,103)	(0,0926)	(0,112)	(0,102)
PART_DIRIGEANT	-	-0,0155***	-0,00346	-0,0198***	-0,0219***	-0,0210***	-0,00678	-0,0254**
		(0,00495)	(0,00627)	(0,00717)	(0,00699)	(0,00657)	(0,00791)	(0,0100)
PART_INSTIT	+	0,00115	0,00628**	0,00311	0,000557	0,000744	-0,00201	0,000649
		(0,00150)	(0,00257)	(0,00205)	(0,00179)	(0,00162)	(0,00211)	(0,00160)
INDEPENDANT	+	-0,00155	-0,00566	-0,00517	0,000370	0,000643	0,00324	0,00166
		(0,00195)	(0,00470)	(0,00313)	(0,00292)	(0,00242)	(0,00333)	(0,00286)
DUALITE	-	-0,00300	0,124	0,118	0,197*	0,0120	-0,0455	0,00955
		(0,0511)	(0,118)	(0,103)	(0,100)	(0,0942)	(0,113)	(0,102)
TAILLE	+	0,0100	-0,0447	-0,0797*	0,0585	-0,0335	0,0224	0,0236
		(0,0326)	(0,0456)	(0,0440)	(0,0426)	(0,0382)	(0,0441)	(0,0339)
MTB	+	-0,00999	-0,0104	0,0122	0,0473**	-0,0135	-0,0196	-0,00618
		(0,0151)	(0,0202)	(0,0230)	(0,0201)	(0,0288)	(0,0415)	(0,0300)
DETTE	-	-0,00238	0,00154	-0,00312	0,000998	0,00354	-0,00255	-0,00302
		(0,00273)	(0,00469)	(0,00411)	(0,00395)	(0,00407)	(0,00434)	(0,00343)
VOLATILITE	-	0,00195	0,00117	-0,00829	-0,00678	-0,00585	-0,00203	-0,000177
		(0,00247)	(0,00432)	(0,00619)	(0,00604)	(0,00684)	(0,00535)	(0,00561)
Constant		0,0176	1,012	2,380**	-1,133	1,054	-0,267	-0,319
		(0,783)	(1,041)	(1,052)	(1,050)	(0,922)	(1,097)	(0,779)
Observations		483	77	79	85	84	83	75
Pseudo R2		NC	0,1470	0,2074	0,2286	0,1499	0.0722	0.0165
F tests		1,98**	2,28**	2,59***	2,97***	1,96**	1,29	1,13
Log-likelihood		-276,97	-41,47	-42,56	-45,82	-46,06	-55,20	-40,30

Loi du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail

Article 22 En savoir plus sur cet article...

I. — La première phrase du quatrième alinéa de l'article L. 225-185 du code de commerce est complétée par les mots : « et L. 225-186-1 ».

II. — Après l'article L. 225-186 du même code, il est inséré un article L. 225-186-1 ainsi rédigé :

« Art.L. 225-186-1.-Dans une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, des options ouvrant droit à la souscription ou à l'achat d'actions ne peuvent être attribuées aux personnes mentionnées au quatrième alinéa de l'article L. 225-185 que si la société remplit au moins une des conditions suivantes au titre de l'exercice au cours duquel sont attribuées ces options :

« 1° La société procède, dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 à L. 225-186, à une attribution d'options au bénéfice de l'ensemble de ses salariés et d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 ;

« 2° La société procède, dans les conditions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-5, à une attribution gratuite d'actions au bénéfice de l'ensemble de ses salariés et d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 ;

« 3° Un accord d'intéressement au sens de l'article L. 3312-2 du code du travail, un accord de participation dérogatoire au sens de l'article L. 3324-2 du même code ou un accord de participation volontaire au sens de l'article L. 3323-6 du même code est en vigueur au sein de la société et au bénéfice d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 du présent code. Si, dans la société ou dans ses filiales précitées, des accords sont en vigueur ou étaient en vigueur au titre de l'exercice précédent, la première attribution autorisée par une assemblée générale postérieure à la date de publication de la loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail ne peut intervenir que si les sociétés concernées modifient les modalités de calcul de chacun de ces accords au moyen d'un accord ou d'un avenant ou versent un supplément d'intéressement collectif au sens de l'article L. 3314-10 du code du travail ou un supplément de réserve spéciale de participation au sens de l'article L. 3324-9 du même code. »

III. — L'article L. 225-184 du même code est complété par un alinéa ainsi rédigé :

« Ce rapport indique également le nombre, le prix et les dates d'échéance des options de souscription ou d'achat d'actions consenties, durant l'année, par les sociétés visées à l'alinéa précédent, à l'ensemble des salariés bénéficiaires ainsi que le nombre de ceux-ci et la répartition des options consenties entre les catégories de ces bénéficiaires. »

IV. — Les premier et deuxième alinéas du II de l'article L. 225-197-1 du même code sont complétés par les mots : « et dans le respect des conditions mentionnées à l'article L. 225-197-6 ».

V. — Après l'article L. 225-197-5 du même code, il est inséré un article L. 225-197-6 ainsi rédigé :

« Art.L. 225-197-6.-Dans une société dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé, des actions ne peuvent être attribuées dans le cadre des premier et deuxième alinéas du II de l'article L. 225-197-1 que si la société remplit au moins une des conditions suivantes au titre de l'exercice au cours duquel sont attribuées ces actions :

« 1° La société procède, dans les conditions prévues aux articles L. 225-197-1 à L. 225-197-5, à une attribution gratuite d'actions au bénéfice de l'ensemble de ses salariés et d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 ;

« 2° La société procède, dans les conditions prévues aux articles L. 225-177 à L. 225-186, à une attribution d'options au bénéfice de l'ensemble de ses salariés et d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 ;

« 3° Un accord d'intéressement au sens de l'article L. 3312-2 du code du travail, un accord de participation dérogatoire au sens de l'article L. 3324-2 du même code ou un accord de participation volontaire au sens de l'article L. 3323-6 du même code est en vigueur au sein de la société et au bénéfice d'au moins 90 % de l'ensemble des salariés de ses filiales au sens de l'article L. 233-1 et relevant de l'article L. 210-3 du présent code. Si, dans la société ou dans ses filiales précitées, des accords sont en vigueur ou étaient en vigueur au titre de l'exercice précédent, la première attribution autorisée par une assemblée générale postérieure à la date de publication de la loi n° 2008-1258 du 3 décembre 2008 en faveur des revenus du travail ne peut intervenir que si les sociétés concernées modifient les modalités de calcul de chacun de ces accords au moyen d'un accord ou d'un avenant ou versent un supplément d'intéressement collectif au sens de l'article L. 3314-10 du code du travail ou un supplément de réserve spéciale de participation au sens de l'article L. 3324-9 du même code. »

VI. — L'article L. 225-197-4 du même code est complété par un alinéa ainsi rédigé :

« Ce rapport indique également le nombre et la valeur des actions qui, durant l'année, ont été attribuées gratuitement par les sociétés visées à l'alinéa précédent à l'ensemble des salariés bénéficiaires ainsi que le nombre de ceux-ci et la répartition des actions attribuées entre les catégories de ces bénéficiaires. »

VII. — Les I à VI s'appliquent aux attributions d'options ou aux attributions gratuites d'actions autorisées par les assemblées générales extraordinaires réunies à compter de la date de publication de la présente loi.