

L'incitation des dirigeants par les plans de stock options et la performance de la firme

par

Chedli Baccouche, Maître de conférences, ISCAE

&

Hakim Ben Othman, Doctorant, enseignant chercheur à l'IHEC¹

Adresse de correspondance :

26 rue Okba Ibn Nafaa , 2016 Carthage Dermech, Tunis, Tunisie.

E-mail : hakim.bo@planet.tn

E-mail : Hakim.BenOthman@ihec.rnu.tn

Mots clés : stock options, incitation des dirigeants, théorie de l'agence, gouvernement d'entreprise

Abstract : L'incitation des dirigeants par les stock options peut - elle aboutir à un rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires ? et par la même agir sur la performance de la firme ? Cette étude porte sur un échantillon d'entreprises françaises de la SBF 120. Nous avons testé la relation entre la rémunération en stock options et la performance à travers un modèle de régressions simples, puis multiples en présence de variables de contrôle issues de la littérature en question. Les résultats des régressions simples traduisent la non significativité de la rémunération des dirigeants par les stock options dans l'explication de la performance. Les régressions multiples montrent une amélioration du pouvoir explicatif de la performance.

Introduction : cadre théorique, problématique

Le problème d'incitation des dirigeants ² des sociétés managériales en vue de rapprocher l'intérêt des dirigeants à ceux des actionnaires et de maximiser, ainsi, leur richesse a occupé depuis longtemps une place prépondérante dans la littérature de l'économie financière.

La prise de conscience des problèmes soulevés par la séparation des fonctions de propriété et de décision où la direction de l'entreprise se voit attribuer à des dirigeants professionnels, remonte assez loin dans le temps. Dès le XVIII ème siècle, Adam Smith (1776)

¹ L'Institut des Hautes Etudes Commerciales (IHEC) ainsi que L'Insitut Supérieur de Comptabilité et d'Administration des Entreprises (ISCAE) sont rattachés à L'Université Tunis III.

² Le terme dirigeant doit être entendu au sens large, c'est à dire, outre le président directeur général, il englobe les *administrateurs internes* membres du comité exécutif, du directoire (pour les sociétés où la fonction du Président Directeur Général est scindée en directeur général et président du conseil).

concluait à une moins bonne efficacité économique des grandes sociétés par action qui venaient de faire leur apparition. «Les *directeurs* de ces sortes de compagnies étant les *régisseurs de l'argent d'autrui* plutôt que leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds. Tels que les intendants d'un riche particulier, ils sont portés à croire que l'attention sur les petites choses ne conviendrait pas à l'honneur de leur maîtres, et ils se dispensent très aisément de l'avoir. Ainsi, la *négligence et la profusion* doivent toujours *dominer* plus ou moins dans l'administration des affaires de la compagnie. C'est pour cette raison que les compagnies par action (...) ont rarement été en état de soutenir la concurrence contre les particuliers qui se sont aventurés dans le même commerce... »³

Partant du fait que la dissociation des fonctions de propriété et de direction des grandes sociétés américaines impliquait une *performance* inférieure, l'ouvrage de Berles et Means (1932), 'The modern Corporation and Private Property'⁴ allait consacrer ce thème. Pour ces deux auteurs, le développement des grandes sociétés par action à actionnariat diffus ainsi que la séparation dans ce type de société des fonctions de propriété et de décision sont à l'origine d'une gestion qui se fait au détriment des actionnaires. Les dirigeants peuvent opter pour la croissance de l'entreprise afin de satisfaire leur objectif de prestige. Ils obtiennent ainsi un statut social plus élevé, une rétribution plus grande par rapport aux actionnaires, etc. Ce qui a conduit à une vague de mesures légales pour protéger les actionnaires notamment minoritaires.⁵

Cette question liée à la séparation entre propriété et contrôle allait faire l'objet d'une analyse théorique relevant de la *théorie de l'agence*, dont l'un des principaux champs d'analyse est constitué par l'incidence des conflits entre actionnaires et dirigeants sur la *performance*. Cette théorie, qui trouve son origine notamment dans les travaux de Jensen et Meckling⁶

³ Smith A., (1776), The Wealth of Nations, Traduction française de Germain Garnier, La Richesse des Nations, Paris, 1983.- Cité par Charreaux, G., et Pitol-Belin, J.,P., (1990), Le conseil d'administration, Vuibert, p 43.

⁴ Berle, A.,A., et Means, G. C., (1932), The modern Corporation and Private Property, Harvard University Press 1959, 335 p

⁵ Aux Etats Unis, de nombreuses mesures légales ont eu lieu en matière de divulgation d'information. La Security of Exchange Commission (SEC) exigeait, par exemple, que les firmes divulguent dans leur circulaire d'information des données pertinentes sur la rémunération des dirigeants.

⁶ Jensen, M., C. et Meckling, W., H., (1976), « Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure », Journal of Financial Economics, vol. 3, p 305-360.

(1976), Fama ⁷ (1980), Fama et Jensen ⁸ (1983), « s'inscrit dans le cadre de réflexions plus générales sur le 'gouvernement d'entreprise'. » ⁹, elle « sous-tend l'analyse du gouvernement d'entreprise ». ¹⁰

Dans ce cadre, la théorie de l'agence préconise que les contrats de *rémunération* des dirigeants sous forme *d'intéressement au capital* représentent une solution à la divergence d'intérêts entre propriétaire et actionnaire et, par la même, contribuent positivement à la *performance* de la firme.

A cet égard, lorsque les incitations du dirigeant s'alignent sur les intérêts des actionnaires, celui-ci entreprend des décisions qui contribueraient à l'accroissement de leurs richesses. En effet, le *rapprochement des intérêts* peut être atteint à travers des contrats qui *lient la rémunération à la performance* souhaitée par le principal [Bainman (1990), McGuire (1988); Riordan et Sappington (1987)] ¹¹. L'incitation dans le but d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants, est fondée sur la notion qui consiste à ce que « L'utilité est généralement supposée être fonction de leur rémunération..., ainsi, les incitations financières peuvent fournir une forme adéquate d'auto-contrôle pour les dirigeants. » ¹²

Il existe, à cet effet, plusieurs systèmes visant à intéresser les dirigeants sociaux aux performances de l'entreprise et à son devenir. Il s'agit de l'intéressement, de la participation légale, des formules ¹³ d'actionnariats des salariés. Parmi ces dernières, le système de stock options connaît actuellement un véritable succès auprès des sociétés cotées en bourse et de leur salariés.

⁷ Fama, E., F., (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », Journal of Political Economy, vol 88, no 2, p 288-307.

⁸ Fama, E., F., et Jensen M., C., (1983), « Agency Problems and Residual Claims », Journal of Law and Economics, vol 26, p 301-325.

⁹ Pluchat, J. J., et Hamza T. R., (1995), « Vers un nouveau gouvernement d'entreprise », Série : Recherche C.E.R.A.G., no 95-14., Octobre, p 1.

Ces deux auteurs affirment que la théorie de l'agence s'inscrit dans de réflexions plus générales sur le gouvernement d'entreprise.

¹⁰ Charreaux, G., (1996), « Pour une véritable théorie de latitude managériale et du gouvernement d'entreprises », Revue Française de Gestion, p 50-64, p 50.

¹¹ Gomez-Mejia, L., R.; Tosi, H., et Katz, J., P., (1997), « Disaggregating the agency contract : the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making », Academy of Management Journal, vol 40, June, p 584- 612 ; p 562.

¹² idem op. cit. en 11, p 563.

¹³ Les formules d'actionnariat des salariés renferment les plans d'épargne d'entreprise, les plans d'actionnariat, les rachats d'entreprises par les salariés et les plans de stock options.

Ceci étant, Il y a lieu de nous interroger sur la rémunération selon les *plans de stock-options* : Dans quelle mesure cette forme d'incitation peut-elle influencer la performance ?

Les stock options : composante du système de rémunération

Il convient tout d'abord de nous interroger sur le contexte dans lequel ces plans de rémunérations ont évolué ainsi que sur l'ampleur de leur utilisation.

Notons, en premier lieu, que les systèmes d'intéressement sous forme de stock options sont moins répandus en Europe continentale ¹⁴ que dans les pays anglo-saxons. En effet, l'environnement culturel et économique de ces pays est différent de celui des pays anglo-saxons dont notamment les Etats Unis où le développement des marchés financiers, moteurs des économies anglo-saxonnes, a favorisé la création des formules d'actionnariat notamment les plans des stock options. Desbrières ¹⁵ (1991) affirme que « C'est dans les *pays anglo-saxons* que les *plans d'options* sur actions sont *les plus répandus*. Aux Etats-Unis, cette formule est de loin le modèle de participation financière reposant sur l'actionnariat le plus développé. En effet, plus de 95 % des 500 plus grandes sociétés cotées (classement de la revue Fortune) proposent actuellement des plans d'options sur actions à leurs dirigeants et cadres. »

En analysant la *structure de rémunération*, plusieurs auteurs dégagent la prédominance de cette forme de rétribution sur les autres composantes. Il se trouve que les stock-options occupent une proportion de plus en plus élevée de la rémunération totale des dirigeants.

Depuis les années 1960, Lewellen ¹⁶ (1968) a montré que la rémunération des cinq principaux dirigeants provenant des actions de leur société représente cinq fois leurs salaires.

¹⁴ Plus généralement dans les pays où le marché financier n'occupe pas la première position en matière de financement des entreprises, c'est à dire les pays où le système bancaire joue un rôle plus important. Nous pouvons citer, à cet effet, l'Allemagne, la France...

¹⁵ Desbrières P. (1991), Participations Financières, Stock options et Rachat d'entreprise par les Salariés, Economica, p 66.

¹⁶ Lewellen, W., (1968), « Executive Compensation in large industrial Corporations », National Bureau of Economic Research Columbia University Press New York.

Cité par Bhagat, S., Brickley J., A., et Lease, R., C., (1985), « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », Journal of Financial Economics, vol 14, p 195-215, p 201.

Plus récemment, Leguault ¹⁷ (1995) cite : « Les primes à long terme essentiellement constituées de stock options sont passées de 8 % en 1985 (Straka,1993) à 55 % en 1995 (Byrne, 1996) ». De même, Cheatham *et al.*¹⁸ (1995), énoncent une étude portant sur 27 firmes dont les titres étaient échangés depuis moins de 10 ans sur le marché américain et pour lesquelles les rémunérations en options représentaient 31 % des profits.

Dans ce sens, Pigé (1997) poursuit qu'en France, la plupart des PDG reçoivent des options sur actions pour une valeur comprise entre une et deux fois le salaire.¹⁹

A ce propos, nous constatons que la rétribution des dirigeants procurée par les plans de stock options est significative par rapport aux salaires qu'ils perçoivent. Il se trouve que le recours aux plans de stock options, comme étant un moyen de rétribution des dirigeants, a pris une ampleur considérable qui peut être attribuée au rôle de rapprochement des intérêts des dirigeants et des actionnaires assuré par ce mécanisme.

La rémunération en stock options : une incitation à la performance

De nombreux auteurs se sont intéressés à la structure de rémunération des dirigeants composée de stock options et d'autres éléments de rétribution. Lewellen (1968), Smith et Watts (1982, 1983) et Eaton et Rosen (1983) suggèrent que les plans de rémunération *basés sur le capital* comme les plans de *stock options*, sont d'importants contrats qui *favorisent l'alignement des intérêts* des dirigeants et des actionnaires.²⁰

Ainsi, Lewellen (1968) après avoir calculé pour chaque année de la période 1940-1963 la valeur respective des diverses *composantes du revenu* annuel perçu par les dirigeants des 50 des plus grandes entreprises américaines, a estimé que pour les cinq principaux dirigeants les

¹⁷ Legault, M., (1995), « Gouverne des firmes et comptabilité des rémunérations en options sur titres », *Finance Economie Comptabilité*, vol 5, no 1 et 2, 1^{er} et 2^{ème} semestre, p 121-146.

¹⁸ Cheatham, C., Cheatham, L.R. et McEacharns M. (1995), « ESOPs Fable : The Goose That Laid the Golden Eggs ; Employee Stock Ownership Plans », *The National Public Accountant*, Vol 40, no 4, 33-35, 45-46.

¹⁹ Pigé, B., (1997), « Les systèmes d'incitation à la performance : la performance et révocation des dirigeants », article adapté, dans Charreaux, G., (1997), *Le gouvernement des entreprises*, Economica, p 250.

²⁰ Cité par : Bhagat S.; Brickley J. A., et Lease R. C., (1985), « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », *Journal of Financial Economics*, vol 14, p 195-215, p195.

revenus tirés des actions de leur société étaient en moyenne cinq fois *supérieurs* aux *salaires* reçus.

Eaton et Rosen (1983) ont étudié une rétribution composée de stock options, salaire et bonus, pensions de retraite, rémunération différée. Ils affirment que les *stocks options* *lient plus étroitement* la *rémunération* des dirigeants à la préoccupation principale des actionnaires : il s'agit de la maximisation de la valeur de la firme.

De même, Lewllen, Loderer, et Martin ²¹ (1987), ont examiné une structure de rémunération composée de stock options, salaire et bonus. Ils avancent que la motivation majeure pour l'examen de ces éléments de la rémunération consiste à trouver une solution aux différents aspects de conflits d'intérêts entre dirigeant et propriétaire.

A ce titre, Pigé (1997) poursuit qu'aux Etats Unis, le *lien* entre la richesse des actionnaires et celle des dirigeants n'est pas assurée par la rémunération en espèces (salaires et bonus), mais par le *patrimoine en actions du dirigeant* et les *plans d'options sur actions* ²²

Enfin, Coughlan et Shmidt ²³ (1985) affirment que « Ces *plans de rémunération* (stock-options, rémunération basée sur les cours) *assurent idéalement* le lien entre l'intérêt personnel des dirigeants et les intérêts des actionnaires.

Murphy ²⁴ (1985), a tenté de soulever les limites des résultats antérieurs. En effet, il a montré que les estimations de la relation *rémunération-performance* basées uniquement sur la somme du salaire et des bonus omettent des composantes importantes de la rémunération qui sont sensibles à la performance. La plupart des études se sont concentrées uniquement sur l'aspect le plus visible de la rémunération à savoir la somme des salaires et des bonus. Cette

²¹ Lewllen, Loderer, et Martin (1987), « Executive Compensation and Executive Incentive Problems, an Empirical Analysis », Journal of Accounting and Economics vol 9, p 287-310, p 288

²² Pigé, B., (1997), « Les systèmes d'incitation à la performance : la performance et révocation des dirigeants », article adapté, dans Charreaux, G., (1997), Le gouvernement des entreprises, Economica, p 246.

²³ Coughlan A.,T., et Shmidt, R., M., (1985), « Executive compensation, Management Turnover, and Firm Performance : an Empirical Investigation », Journal of Accounting and Economics, vol 7, p 43-66., p66.

²⁴ Murphy (1985), « Corporate Performance and Managerial Remuneration », Journal of Accounting and Economics, vol 7 , p 11-42., p12

méthode a omis les composantes de la rémunération qui sont sensibles à la performance comme les stocks options.

En effet, Coughlan et Schmidt²⁵ (1985) ont eu recours à un échantillon de 249 sociétés sur la période 1977-1980. A partir d'une mesure de performance fondée sur un taux de rentabilité anormal, évalué à partir d'une comparaison entre les taux de rentabilité actuels et ceux des périodes précédentes, ils ont trouvé une relation statistiquement significative entre la performance évaluée à partir des cours boursiers et la rémunération des dirigeants composée de salaire et gratifications. Cependant, la relation identifiée n'a qu'un faible pouvoir explicatif. Leur conclusion consiste à ce que le salaire et les gratifications ont pour but d'assurer un revenu régulier aux dirigeants plutôt que d'établir un lien avec la performance.

Murphy²⁶ (1985) a testé dans une étude longitudinale portant sur la période 1964-1981 et sur les rémunérations annuelles de quatre cent soixante et un dirigeants appartenant à soixante-douze firmes, la relation entre le cours des actions et la rémunération. Parmi les composantes de la rémunération, il distingue : les salaires, les gratifications (bonus), les rémunérations différées et les stock options. Sa première conclusion, établie en employant des taux de rentabilité évalués à partir des cours boursiers, non ajustés pour le risque, est qu'il existe une relation positive entre les principales composantes de la rémunération et la performance. Toutefois, la relation entre ces taux de rentabilité et la composante de la rémunération sous forme de stock options s'est avérée non significative.

Jensen et Murphy²⁷ (1990) ont analysé la rémunération de 1688 hauts dirigeants de 1049 entreprises à partir d'une analyse longitudinale sur la période 1974-1986. Ils ont abouti à une relation positive mais faible entre le salaire des principaux dirigeants et la performance de la firme²⁸; la faiblesse de cette relation est due au fait que la rémunération sous forme de

²⁵ Coughlan A. T., et Schmidt R., M., (1985), « Executive compensation, Management Turnover, and Firm Performance : an Empirical Investigation », Journal of Accounting and Economics, vol 7, p43-66.

²⁶ Murphy (1985), « Corporate Performance and Managerial Remuneration », Journal of Accounting and Economics, vol 7 , p 11-42.

²⁷ Jensen M. C. et Murphy K. J. (1990), « Performance Pay and Top-Management Incentives », Journal of Political Economy, vol 98, no 2, p 225-264.

²⁸ Sire et Tremblay (1996) citent dans ce sens : «Selon Jensen et Murphy (1990), la rémunération des dirigeants a un caractère peu incitatif sur la performance économique. Cette dernière ne serait qu'une variable explicative mineure du niveau de la rémunération », p 232.

salaires ne dépend pas de la composante du patrimoine des dirigeants, constitué d'actions de la société. C'est pourquoi, Jensen et Murphy concluent que le *système d'intéressement sur le capital est meilleur* que celui immédiat (en espèces) dans le sens où il offre aux dirigeants l'incitation adéquate pour la *maximisation de la valeur de la firme*.

Kaplan ²⁹ (1994) a examiné la relation entre la rémunération des dirigeants, leur changement et la performance des grandes firmes Japonaises et américaines. L'étude a porté sur un échantillon de 119 entreprises Japonaises et 146 américaines, et ce de 1980 à 1988. Il a conclu que la richesse des dirigeants est positivement corrélée avec la performance des titres de l'entreprise, la différence entre les deux pays étant peu significative.

Mehran ³⁰ (1995), a étudié la structure de rémunération des dirigeants dans 153 firmes choisies au hasard, et ce tout au long de la période 1973-1983. Il a abouti à ce que les entreprises où la *rémunération* du dirigeant est basée sur un intéressement au capital sont caractérisées par une meilleure *performance*.

Ainsi, il serait intéressant de constater que « *l'attribution du stock option est fortement liée à la rentabilité financière de la firme*. Dans certaines entreprises, plus le résultat de l'entreprise faible, plus les dirigeants bénéficient d'un plan de stock options. Le plan de stock options est ainsi clairement, dans une situation de rentabilité insuffisante, un intéressement à moyen et long terme sur le redressement de l'entreprise. » ³¹

L'attribution d'options en période de difficultés financières peut s'expliquer par le souhait des actionnaires de fournir aux dirigeants une forte incitation supplémentaire. La situation étant plus difficile pour le dirigeant, il est nécessaire de lui garantir des possibilités de revenus plus élevées, afin de l'inciter à produire des efforts plus importants permettant le redressement de l'entreprise.

Sire et Tremblay (1996), « Perspectives sur les politiques de rémunération des dirigeants en France », *Revue Française de Gestion*, Novembre-décembre, p 230-238.

²⁹ Kaplan, S. N., (1994), « Top Executive Rewards and Firm Performance : A Comparison of Japan and the United States », *Journal of Political Economy*, vol 102, no. 3, p 510, 545.

³⁰ Mehran, H. (1995), « Executive Compensation Structure, Ownership, and firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol 38, p 163-184.

³¹ op. cit. 19 , p 251.

Dans ce sens, une étude récente ³² effectuée sur trois cent cinquante entreprises américaines a révélé le nombre croissant d'entreprises qui ont recours aux stock options pour lier la rémunération de leurs dirigeants à la performance. Le pourcentage de ces entreprises est passé de 63 % en 1992 à 86 % en 1995, pour atteindre 89 % en 1996., Toutefois, « leur rémunération serait tributaire de la hausse ou de la baisse de la richesse de l'entreprise », ce qui nous amène à observer les limites afférentes à la relation stock-options - performance de l'entreprise.

Limites de la relation : plans de stock options - performance

Au vu de ce qui précède, la notion de performance relative n'est quasiment pas appréhendée pour mesurer la qualité des décisions du dirigeant. En effet, il est souvent difficile de distinguer dans la performance obtenue ce qui relève de la responsabilité du dirigeant, de ce qui est dû à l'évolution d'un environnement sur lequel il ne peut agir ou qui est particulièrement contraignant. Le dirigeant reste *soumis pour l'évolution* de sa richesse globale (salaire, options, participations ...) à des *facteurs* qui sont dans une large mesure *indépendants de sa volonté*.

Les plans de stock-options présentent un mode de rémunération qui n'est pas stable dans le temps, où la valeur des actions est souvent tributaire des événements externes qui sont indépendants de la qualité de gestion des dirigeants. Des augmentations de rémunération des dirigeants suite à l'accroissement de la valeur des actions dues à des *facteurs externes à leur efforts* n'assureraient pas une rémunération qui correspond à la valeur des services qu'ils rendent à leur firme. « Par exemple, en 1995, la baisse de 8 % à 6 % des taux d'intérêts sur les bons du trésor américains peut en grande partie expliquer l'augmentation dans l'année de 37 % de l'indice boursier Standard & Poors et de 15 % du profit moyen des firmes. » ³³.

Inversement, la baisse des cours peut résulter des *événements qui échappent au contrôle des dirigeants*. A ce titre, Murphy ³⁴ (1995), affirme que ces formules d'actionnariat

³² Citée dans Journal of Accountancy, **February 1998**, p 19.

³³ Legault, M. (1995), « Gouverne des firmes et comptabilité des rémunérations en options sur titres », Finance Economie et Comptabilité, vol 5, no 1 et 2, 1^{er} et 2^{ème} semestre, p 121-146. p 124.

³⁴ Murphy (1995), « Politics, Economics, and Executive Compensation », University of Cincinnati Law Review vol 63, p 713-747.

n'offrent *aucune protection* contre le *risque de marché* des titres. Les différentes crises boursières connues (telle que celle de 1987 en France, de 1997 à Hong Kong...) peuvent réduire à néant tous les efforts consentis par les bénéficiaires pour apprécier la valeur de marché des actions de l'entreprise.

Par ailleurs, les réflexions en matière de gouvernement d'entreprise sont révélatrices de nombreux enjeux relatifs à la mesure de la performance. En effet, l'idée selon laquelle la performance appréhendée du point de vue des actionnaires a pour objectif une meilleure prise en compte des intérêts de ceux-ci est en lui-même sujette à certaines critiques :

- D'une part, il existe une inégalité entre actionnaires du fait du démembrement des titres de propriété ou les actions à double droit de vote sont une illustration.

- D'autre part, « L'actionnariat *ne constitue pas* pour autant un *ensemble unifié et homogène*. Il s'agit d'une catégorie qui englobe des investisseurs institutionnels, dont certains sont actifs et d'autres sont passifs, des actionnaires majoritaires et des actionnaires minoritaires... »³⁵

Il résulte de cette diversité de statut que les intérêts des uns et des autres ne peuvent être semblables.

Mise en oeuvre empirique : Dans quelle mesure la performance est-elle déterminée par la rémunération des dirigeants en stock-options ?

La problématique de cette recherche consiste à examiner *dans quelle mesure la rémunération des dirigeants sous forme de stock options affecte-t-elle la performance de la firme ?* Cela nous conduit à essayer d'expliquer la performance³⁶ à travers la rémunération en stock-options : variable centrale de l'analyse ainsi que des variables de contrôle appropriées.

Spécification du modèle et choix des variables

³⁵ Keller, D., (1996), « Quel enjeu pour les entreprises françaises ? Le gouvernement d'entreprise », Les notes bleues de Bercy, 16 - 31 janvier, p 4.

³⁶ L'approche la plus répandue en théorie financière réside dans la maximisation de la richesse des actionnaires. Celle-ci étant matérialisée par le résultat net rapporté aux capitaux propres. C'est pourquoi nous retenons le ratio de rentabilité financière RN / CP. Nous retenons, par ailleurs, le ratio Q de Tobin =
$$\frac{\text{capitalisation} + \text{boursière} + \text{val.comp det tes} + \text{à} + \text{long} + \text{terme} + \text{val.comp.det tes} + \text{à} + \text{court} + \text{terme}}{\text{val.comp.+de} + \text{l'actif} + \text{total}}$$

Selon Loderer et Martin (1997), Q de Tobin est un indicateur global de la performance de la firme.

I / Spécification du modèle

A l'issue du paragraphe premier de notre article, nous avons mis en exergue l'existence d'un lien entre les stock-options et la performance. Il convient donc de mesurer l'intensité de cette relation.

S'agissant de deux caractères mesurables, cette dépendance causale de la rémunération en stock-options sur la performance se traduit par la liaison :

$$(performance)_i = a_0 + a_i (Rémunération en stock-options)_i + e_i$$

où a_0 = constante du modèle.

a_i = coefficient de régression simple de la variable explicative i

Hypothèse centrale : *La rémunération des dirigeants en stock-options a un effet significatif sur la performance de la firme.*

Cependant, étant donnée la complémentarité entre les systèmes d'incitation et de contrôle dans la résolution des conflits d'agence, le recours à des mécanismes de contrôle des dirigeants en plus du système d'incitation par les stock options, s'avère utile sinon indispensable³⁷. A cette fin, nous définissons dans une seconde étape, outre la variable centrale (rémunération en stock-options), quatre variables indépendantes de contrôle issues de la littérature en question³⁸, à savoir la taille de l'entreprise, le niveau de l'endettement de la firme, l'existence d'un actionnaire dominant, le pourcentage en capital des institutionnels. Nous aurons, en conséquence, la relation suivante :

³⁷ Selon Milgrom et Roberts (1992), plusieurs raisons justifient la complémentarité des mécanismes d'incitations et de contrôle : en cas d'erreurs de mesure soit au niveau de l'effort fourni par les dirigeants, soit au niveau de leurs 'outcomes'. Le principal choisi les deux systèmes car « le fait d'entreprendre l'un des deux systèmes permet de mettre en évidence l'efficacité de l'autre. »

³⁸ La part des dirigeants dans le capital ainsi que le pourcentage des administrateurs externes ont été utilisées par Mehran (1995) comme variables explicatives de la performance de la firme, Yermack (1995) a, par ailleurs, essayé de mesurer l'intensité de la relation entre l'incitation par les stock-options et la performance compte tenu de ces critères. Cependant, étant donnée la non disponibilité des données liée au caractère confidentiel de ces variables, nous n'avons pu les inclure dans le modèle de mesure de la performance.

Les autres variables de contrôle retenues seront développées lors de l'identification des mesures de ces variables.

Performance = f (Rémunération en stock-options; Taille; Niveau de l'endettement;
Actionnaires dominants; Investisseurs institutionnels)

ou encore,

$$\text{(Performance)}_i = a_0 + a_1 \text{(Rémunération en stock-options)}_i + a_2 \text{(Taille)}_i + a_3 \text{(Niveau de l'endettement)}_i + a_4 \text{(Actionnaires dominants)}_i + a_5 \text{(Investisseurs institutionnels)}_i + e_i$$

où a_0 = constante du modèle

a_i = coefficient de régression simple de la variable explicative i , $i = 1, 2, \dots, 5$

II / Mesure des variables explicatives

I / Evaluation de la rémunération des dirigeants : Motivations

1.1. Qualité de l'information sur les rémunérations

Boyd (1994) affirme qu'avant 1993, la SEC exigeait que les firmes divulguent dans leur circulaire d'information les données pertinentes sur la rémunération de leur dirigeants, « La SEC a proposé un ensemble de nouvelles règles désignées pour faciliter la divulgation de la rémunération des dirigeants, et pour mieux décrire le critère utilisé pour mettre en place une rémunération (The Wall Street Journal,1992) »³⁹. Toutefois, la SEC n'exigeait pas que l'information soit compréhensible. Selon Ragsdale (1993), il y a des firmes qui, « tout en respectant les exigences de la SEC, évitaient de divulguer la rémunération de leurs dirigeants en la camouflant dans une longue narration légaliste et impénétrable. »⁴⁰. C'est, en effet, ce que nous avons rencontré dans plusieurs rapports annuels des entreprises de notre échantillon lors de la recherche d'information sur les plans de stock-options. Certaines sociétés de la population observée⁴¹ ne diffusent pas d'information intelligible ni compréhensible quant à la

³⁹ Boyd, B. K., (1994), « Board Control and CEO Compensation », Strategic Management Journal, vol. 15, p 335-344. p 335.

⁴⁰ Ragsdale (1993), « Executive Compensation : Will the New SEC Disclosure Rules Control Executive Pay at the Top? », University of Missouri at Kansas City Law Review, vol 61, p 537-569. p 546.

rémunération de leurs dirigeants d'autant plus que la présentation de cette information n'est pas normalisée.

A ce propos, bien que la méthode d'évaluation de la rémunération en stock-options ne constitue pas l'objectif de notre recherche, mais un instrument de mesure de notre variable centrale explicative du modèle, il serait judicieux d'apporter des précisions quant à la manière dont nous avons procédé pour l'évaluation de la rémunération, au vu des suggestions des différents auteurs en la matière.

1.2. Evaluation de la rémunération en stock options

« Le *marché des options* sur titres des dirigeants étant *imparfait*, les titres ne sont pas transférables; les restrictions au niveau de l'emploi, les interdictions de vendre à découvert '*short selling prohibition*'; ... »⁴². Ce qui aurait amené Pigé (1997) à nier l'utilité du modèle Black et Sholes⁴³ (1973) pour l'évaluation des options afférentes aux dirigeants « Le modèle standard d'évaluation des options n'est pas applicable aux dirigeants : ceux ci ne peuvent pas céder leur options à d'autres investisseurs »⁴⁴.

A la différence des 'put' ou des 'call', les options dont bénéficient les dirigeants ne sont pas cessibles ni transférables sur un marché des options⁴⁵. De plus, le dirigeant ne paye que le prix d'exercice lors de la levée de l'option, il n'achète pas l'option (il ne verse pas de prime) car, en fait, ces options sont gratuitement accordées par l'entreprise à ses dirigeants.

En effet, le bénéficiaire d'un plan de stock options peut lever l'option (acheter tout ou partie des titres) à tout moment au cours de la durée du plan dès lors que la valeur du titre est

⁴¹ Il s'agit des sociétés de la SBF 120. Le caractère confidentiel lié à la rémunération des dirigeants nous a amené à passer par différentes étapes de collecte de données avant de cerner la taille finale de notre échantillon, voir section II, Collecte des données p 113, à 116.

⁴² Lewellen W., Loderer C., et Martin, K. (1987), « Executive Compensation and Executive Incentive Problems », *Journal of Accounting and Economics* vol 9, p 287-310., p 294.

⁴³ Annexe

⁴⁴ op cit en 19, p 252.

⁴⁵ Le (MONEP) Marché des Options Négociables de Paris par exemple, offre un lieu où les calls et les puts sont négociés et exercés. Par contre les plans de stocks options, sont internes, ils sont destinés aux dirigeants de l'entreprise.

devenue supérieure au prix initialement fixé, il réalise une plus value. La rémunération potentielle ou virtuelle à la fin de l'année sera prise en compte.

C'est pourquoi, nous nous proposons d'évaluer la rémunération selon une formule simplifiée de Black et Sholes. « Ceux ci ont utilisé des développements mathématiques plus complexes »⁴⁶. *L'évaluation de la rémunération* sera comme suit:

- La rémunération des dirigeants sera calculée indépendamment des considérations fiscales⁴⁷
- En plus de la rémunération acquise par les dirigeants en cas de levées d'options au cours de l'exercice, nous aurons à considérer la rémunération potentielle constituée de la différence entre le cours de clôture et le prix d'exercice, multipliées par le nombre d'options pouvant être levées au 31 Décembre de l'année, telle que présentée par *Lewellen* (1987), abstraction faite de la fiscalité⁴⁸. De même, *Haugen et Senbet*⁴⁹ (1981), précisent que « les options donnent le droit pour un dirigeant de recevoir une rémunération basée sur la différence entre la valeur de marché du titre (cours) et le prix d'exercice ».

Cobbaut⁵⁰ (1992), poursuit : « l'option ne sera exercée immédiatement que si elle est 'en dedans' (cours de l'action est supérieur au prix d'exercice), et le produit de cet exercice sera *pratiquement* égal à la différence $P - PE$ ». En effet, à l'échéance, d'une part il n'y a plus d'incertitude (les probabilités $N(d1)$ et $N(d2)$ sont égales à 1) ; D'autre part, l'horizon temporel (t) dans la formule de Black et Sholes devient nul, la valeur du call sera donc égale à sa valeur intrinsèque ($S - K$).

Toutefois, cette rémunération est égale à 0 si les cours au 31 12 / N sont en baisse, c'est à dire lorsque le Cours au 31/ 12 / N est inférieur au prix d'exercice.

⁴⁶ Associés en Finance, (1987), Les options sur actions et sur indices, 3 ème édition, Presse Universitaire de France., p 94.

⁴⁷ Comme cela a été précisé au niveau du domaine de notre recherche, Introduction, p 3.

⁴⁸ Lewellen W., Loderer C., et Henneth M., (1987), « Executive Compensation and Executive Incentive Problems : An Empirical Analysis », Journal of Accounting and Economics, vol 9, p 287-310, p 294.

Ces auteurs rapportent la formule d'évaluation de la rémunération en stock-options, celle ci étant égale à la différence entre le cours à la fin de l'exercice et le prix d'exercice à laquelle on déduit l'impôt du sur le gain potentiel en capital., p 294

⁴⁹ Haugen, R. A., et Senbet, L. W., (1981), « Resolving The Agency Problems of External Capital through Options », The Journal of Finance, vol 36, June, p 629-647., p 646.

⁵⁰ Cobbaut, R.(1992), Théorie Financière, Paris, Economica, p 335. (P désigne le cours de l'action à l'échéance, et PE désigne le prix d'exercice).

A ce titre, le prix d'exercice ne pose en pratique pas de problème puisqu'il s'agit d'une caractéristique du contrat d'option parfaitement standardisée. Il n'est modifié que lorsqu'une opération importante sur le capital a lieu (dans notre cas, les prix d'exercices afférents aux plans de stock options de notre échantillon sont ajustés des modifications dues aux opérations telles que le rachat par l'entreprise de ses propres titres, l'augmentation de capital, etc.). L'ajustement du prix d'exercice a pour objet de maintenir le contrat dans son ensemble inchangé et il serait possible de raisonner comme si le prix d'exercice n'est jamais modifié.

2 / Choix et mesure des variables de contrôle

2.1. La taille de l'entreprise

La taille de la firme peut procurer des informations pertinentes pour la détermination des niveaux des efforts des dirigeants et par conséquent de la performance de l'entreprise.

H₁ : La taille a un effet significatif sur la performance de la firme.

MacIntosh et Shwartz ⁵¹ (1995), ont introduit la taille comme variable explicative de la valeur de la firme, ils ont pris comme mesure de la taille l'actif total de la firme. En effet, la prise en compte de cette variable de contrôle ⁵² sert à neutraliser l'effet des différences possibles de la taille des firmes de notre échantillon pour qu'elles n'affectent pas les coefficients des autres variables du modèle (notamment la constante), l'influence de cette variable sera en conséquence cernée dans son propre coefficient directeur.

Dumontier et Raffournier ⁵³ (1998) ont utilisé quatre mesures de taille à savoir : CA, Log (CA), Total Actif et Log Totalactif. Nous avons opté pour le Log Totalactif comme mesure de la taille.

⁵¹ MacIntosh J. G., et Schwartz L. P. (1995), « Les institutionnels et les actionnaires dominants font-ils augmenter la valeur de la firme ? », Finance, Economie, Comptabilité, vol 5, no 1 et 2, 1^{er} et 2^{ème} semestre, p 105-119.

⁵² Si elle était omise, elle aurait affecté les estimateurs des autres variables.

⁵³ Dumontier, P., et Raffournier B., (1998), « Why companies comply voluntarily with IAS : An empirical Analysis with Swiss data », article présenté lors du Séminaire sur la 'Théorie Comptable'

2.2. Niveau de l'endettement

Ross⁵⁴ (1977) montre que l'une des opportunités de croissance de la firme consiste à utiliser fortement sa structure financière (le niveau d'endettement). Il montre en effet, que la valeur de l'entreprise croît avec le niveau de son endettement dont l'existence constitue un gage du savoir faire de l'entreprise.

Toutefois, il y a lieu de noter que le financement par dettes accroît le risque de l'entreprise, les créanciers demandent une prime plus élevée ce qui crée un conflit d'agence entre l'actionnaire et le créanciers. Le conflit d'agence est déplacé en conséquence du cadre actionnaire-dirigeant vers un nouveau cadre : actionnaire-créancier. Ainsi, la confrontation traditionnelle entre actionnaire et dirigeant se transforme en un jeu de pouvoir entre actionnaire et créancier.

H_e : L'endettement a un effet significatif sur la performance de la firme.

Le niveau d'endettement est mesuré par Yermack⁵⁵ (1995) par le ratio *Dettes totales / Actif total*.

De même, Dumontier et Raffournier⁵⁶ (1998) ont eu recours à ce ratio en tant que mesure du niveau de l'endettement.

2.3. Actionnaires dominants

Le public montre généralement une hostilité vis à vis des grands blocks d'actionnaires perçus comme un vecteur d'enracinement des dirigeants. Cette aversion aux actionnaires

dirigé par Bernard Raffournier, le 06 / 05 / 98, ISCAE, Tunis, à paraître dans Journal of International Financial Management and Accounting.

⁵⁴ Ross S., A., (1977), « The determination of financial structure : the incentive signalling approach », The Bell journal of Economics and Management., spring, p 23-40.

⁵⁵ Yermack, D. (1995), « Do corporations award CEO stock effectively ? », Journal of Financial Economics, vol 39, p 237-269., p 245.

⁵⁶ Dumontier, P., et Raffournier B., (1998), « Why companies comply voluntarily with IAS : An empirical Analysis with Swiss data », article présenté lors du Séminaire sur la 'Théorie Comptable'

dominants se manifeste par des restrictions législatives ⁵⁷ visant à limiter la propriété des actionnaires et delà leurs droits de vote.

Holderness et Sheehan ⁵⁸ (1988), ont examiné le rôle des actionnaires majoritaires qu'ils soient des personnes morales ou physiques dans 114 firmes cotées de 1979 à 1984. Ils ont trouvé que les firmes à actionnaires majoritaires (possédant 50% ou plus du capital) présentent des rendements comptables (Résultat net / capitaux propres) et des ratios Q Tobin qui sont similaires aux firmes à capital diffus. Ces auteurs infirment l'idée que les individus ou les entreprises qui détiennent majoritairement le capital d'autres entreprises cherchent à exproprier ou gaspiller ses ressources. Les firmes à actionnaires dominants survivent et prospèrent en grand nombre.

McConnel et Servaes ⁵⁹ (1990) ont étudié la relation entre la part de propriété détenue par les blocks d'actionnaires possédant plus de 5 % du capital et la valeur de la firme mesurée par Q de Tobin. Ils ont testé cette relation selon deux coupes transversales sur 1173 entreprises en 1976 et 1093 entreprises en 1986. Ils n'ont, cependant, pas abouti à un lien significatif entre les deux variables.

MacIntosh et Schwartz ⁶⁰ (1995) ont examiné 99 entreprises sur 1993. Ils ont conclu à la pertinence de la présence d'actionnaires dominants. Ces deux auteurs ont fixé un seuil de 20 %, ou plus, des droits de vote pour définir qui est un actionnaire dominant. En l'occurrence tout actionnaire non institutionnel détenant 20 % ou plus de la totalité des droits de votes est considéré dominant. Il s'agit d'une variable muette, prenant la valeur 1 s'il existe un actionnaire dominant et la valeur 0 dans le cas contraire.

dirigé par Bernard Raffournier, le 06 / 05 / 98, ISCAE, Tunis, à paraître dans Journal of International Financial Management and Accounting.

⁵⁷ D'après Holderness et Sheehan (1988), Aux Etats Unis, ces restrictions ont concernés 20 Etats qui ont promulgué des lois limitant les droits de vote des actionnaires et l'intérêt à la propriété de tout actionnaire.

⁵⁸ Holderness et Sheehan (1988), « The role of majority shareholders in publicly held corporation », Journal of Financial Economics, vol 20, p 317-346, p 318.

⁵⁹ McConnel, J., J. et Servaes H., (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », Journal of Financial Economics, vol 27, p 595-612.

Ainsi, nous avons opté pour cette variable dichotomique et pour le seuil de 20 % pour apprécier la présence d'actionnaires dominants dans le capital de la firme.

2.4. Les investisseurs institutionnels

MacIntosh et Schwartz⁶¹ (1995), ont utilisé le pourcentage des droits de votes détenus par les institutionnels pour expliquer la valeur de la firme mesurée par quatre ratios : valeur marchande / valeur comptable, le rendement de l'actif et celui des capitaux propres, et la croissance des ventes. Toutefois, nous disposons du pourcentage de capital détenu par les institutionnels, qui reflète généralement les droits de votes dont ils disposent.

A ce titre, McConnel et Servaes⁶² (1990) ont observé une corrélation entre l'augmentation de la propriété institutionnelle et l'accroissement de la valeur de la rentabilité de l'entreprise. La surveillance exercée par les institutionnels réduit le risque que les actionnaires dominants⁶³ entreprennent des opérations de redistribution de la richesse. A l'inverse, certains chercheurs comme Porter⁶⁴ (1992), Pound⁶⁵ (1988) et Brickley et al.⁶⁶ (1988) ont par contre fait valoir que l'implication des actionnaires institutionnels a pour effet de réduire la valeur de l'entreprise.

Loderer et Martin⁶⁷ (1997) se sont intéressés à 2289 acquisitions d'entreprises de 1978 à 1988 lors de leur étude de la relation entre les intérêts pécuniaire des dirigeants et la

⁶⁰ MacIntosh J. G., et Schwartz L. P. (1995), « Les institutionnels et les actionnaires dominants font-ils augmenter la valeur de la firme ? », Finance, Economie, Comptabilité, vol 5, no 1 et 2, 1^{er} et 2^{ème} semestre, p 105-119.

⁶¹ op. cit. en 60, p 108.

⁶² idem op.cit. en 59.

⁶³ Le public s'oppose généralement aux grands blocks d'actionnaires perçus comme un acteur qui facilite l'enracinement des dirigeants. Cette aversion vis à vis des actionnaires dominants se manifeste par des restrictions législatives aux Etats Unis visant à limiter les droits de vote des actionnaires.

⁶⁴ Porter, M. E., (1992), « Capital Choices : Changing the Way America Invests in Industry », Journal of Applied Corporate Finance, vol 5, p 4.

⁶⁵ Pound, J., (1988), « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », Journal of Financial Economics, vol 20, p 237-266.

⁶⁶ Brickley, J.,A., Lease, R.C., et Smith, Jr, (1988), « Ownership Structure and voting on antitakeover amendments », Journal of Financial Economics, vol 20 , p 267-294.

⁶⁷ Loderer et Martin, (1997), « Executive Stock Ownership and performance Tracking faint Traces », Journal of Financial Economics vol 45, p 223-255.

performance de la firme. Ils ont également utilisé le pourcentage en capital détenu par les institutionnels comme mesure de l'influence des institutionnels sur la performance de la firme.

En résumé, MacIntosh et Schwartz (1995) affirment : « De façon générale, tant la théorie que les données disponibles soutiennent l'idée que la présence d'actionnaires majoritaires et des institutionnels pourrait avoir un impact positif sur la valeur de l'entreprise. Ces deux types d'actionnaires surveillent plus efficacement les gestionnaires que les actionnaires non dominants, ce qui traduirait un effet, positif sur la rentabilité de l'entreprise. »

68

D'où, les hypothèses suivantes relatives aux variables de contrôle actionnaires dominants et investisseurs institutionnels :

H_a : Les actionnaires dominants ont un effet significatif sur la performance de la firme.

H_i : Les investisseurs institutionnels ont un effet significatif sur la performance de la firme.

Choix de l'échantillon et collecte des données

Avant d'aborder les différents tests statistiques appropriés aux modèles de régressions antérieurement spécifiés, il convient de motiver le choix de notre échantillon et de décrire notre démarche adoptée pour la collecte des données nécessaires à la mise en oeuvre empirique de notre recherche.

1 / Echantillon

La pratique d'intéressement des dirigeants par les plans de stock-options étant absente dans les sociétés tunisiennes, nous avons eu recours à un échantillon de sociétés françaises qui offrent des informations relatives aux stock-options. Il s'agit des *grandes sociétés cotées* à la

⁶⁸ MacIntosh J. G., et Schwartz L. P. (1995), « Les institutionnels et les actionnaires dominants font-ils augmenter la valeur de la firme ? », Finance, Economie, Comptabilité, vol 5, no 1 et 2, 1^{er} et 2^{ème} semestre, p 105-119, p 108.

Société de Bourse Française SBF 120, à l'exception des institutions financières (banques et assurances).

En effet, Charreaux (1997) affirme que « Les plans d'options sur actions sont particulièrement répandus dans les grandes entreprises ; selon Hewitt (1988), 76 % des chefs d'entreprise de plus de 800 salariés bénéficient d'un tel plan, alors que sur l'ensemble des entreprises, ce pourcentage serait de 20 % ». ⁶⁹

Par ailleurs, Dumontier ⁷⁰ (1997) justifie le choix de sociétés cotées par le fait que celles ci ont l'avantage d'offrir plus d'informations disponibles que celles non cotées ». En outre, ces sociétés sont sujettes à un contrôle de haut niveau par rapport aux sociétés non cotées, puisqu'elles sont supervisées par la COB ⁷¹ aussi bien sur le plan de la tenue des comptes que de la *divulgation* d'informations. Enfin, il y a lieu de rappeler que les sociétés ne sont admises au règlement mensuel que si elles jouissent d'une situation financière solide et présentent des perspectives de développement intéressantes.

D'autre part, l'échantillon est composé des sociétés de la SBF 120 à l'exception des institutions financières : banques et assurances. Celles ci ont été écartées en raison des spécificités du secteur financier qui est doté d'une réglementation comptable (par exemple les provisions techniques et mathématiques sont spécifiques aux assurances) et financière propre. « Il s'agit d'un secteur d'activité où la manipulation des résultats est intense, si l'on veut analyser ce secteur, il existe des tests spécifiques aux banques et aux assurances ». ⁷²

En outre, la majorité des études antérieures en matière d'intéressement des dirigeants : Eaton et Rosen (1983), Murphy (1985), Lewellen et al. (1987), Jensen et Murphy (1992), Gaver et Gaver (1993), Kole (1993), Matsunaga (1995) et Mehran (1995), ont écarté les institutions financières de leurs cadre d'analyse à l'exception de Smith et Watts (1992); Bizjak et al. (1993) qui ont pris en considération toutes les entreprises de tout secteur.

⁶⁹ Charreaux G. (1997), « Conseil d'administration et pouvoir dans l'entreprise », article actualisé dans, Le gouvernement d'entreprise, Economica, p 156.

⁷⁰ Dumontier, P., (1997) , La théorie positive de la comptabilité financière, Séminaire organisé pour le 3 ème cycle de Comptabilité, le 28 Avril 1997, ISCAE, Tunis.

⁷¹ Commission des Opérations de Bourse.

⁷² Saada T. (1997), Séminaire Doctoral de Comptabilité Financière, le 15 / 12 / 1997, ISCAE., Tunis.

D'où la population initiale est réduite à 103 sociétés (= 120 - 17 (nombre de sociétés du secteur financier)). La taille de notre échantillon sera déterminée à l'issue des différentes étapes de la collecte des données.

2 / Collecte des données

Bien qu'en France, la politique de rémunération soit *confidentielle* et ne fasse pas partie du domaine public, il serait possible à travers divers voies de communication (entretiens avec les directeurs financiers ⁷³, contacts par courrier ou par e-mail les services financiers) de déceler sa composante liée aux stock-options.

Selon Murphy ⁷⁴ (1985), « La source primaire de l'information sur la rémunération des dirigeants sont les *rapports annuels* des sociétés publiques ⁷⁵, issus chaque année à l'attention des actionnaires de la firme. »

Ainsi, la *source d'information* essentielle à laquelle nous avons eu recours sont les *rapports annuels des grandes sociétés cotées* françaises à la SBF 120.

Pour ce faire nous avons demandé, via *courrier postal*, les rapports annuels des 103 sociétés (120 - 17). Sur les 103, il y a eu réception, la première fois, 68 ; taux de réponse = 64.07 % \approx 64 % .

Nous avons du procéder à deux relances depuis la Tunisie des sociétés qui n'ont pas communiqué leurs rapports annuels de 1996.

- Une première relance concernant (103 - 68 = 35) sociétés de l'échantillon initial a eu lieu le 15 Février 1998. Celle ci a augmenté le nombre de réponses à 70, le taux de réponse devient égal à 67.9 % \approx 68 %.

⁷³ Toutefois, étant donnée la durée de mon séjour limitée à un mois à Paris (du 14 / 11 / 97 au 14 / 12 / 97), il n'était pas possible d'opter pour un entretien direct avec les responsables financiers ou administratifs des sociétés de la SBF 120 en vue d'obtenir l'information complète sur les plans de stock-options accordés aux dirigeants avec leurs détails concernant la date de levée des options, le prix d'exercice de chaque plan en cours, le nombre d'options initialement attribuées, le nombre d'options pouvant être souscrites, etc.

⁷⁴ Murphy K., J., (1985), « Corporate performance and managerial remuneration », Journal of Accounting and Economics, vol 7, p 11-42., p 13.

⁷⁵ Les sociétés publiques dans le contexte anglo-saxon désignent les sociétés ouvertes, par exemple les sociétés anonymes...

- Une deuxième relance concerne le reste des sociétés (au nombre de 33) a eu lieu le 18 Mars 1998. Le nombre total de réponses devient égal à 75, soit un taux de réponses de 72.8 % \approx 73 %. (17 sociétés ont été éliminées car leurs rapports annuels ne renferment pas de plans de stock-options). Ce qui réduit notre échantillon à 58 entreprises.

Cependant, sur les 58 Sociétés retenues, certaines offrent des plans détaillés, d'autres omettent de mentionner dans leurs rapports annuels les prix d'exercice afférents aux plans de stock-options, nécessaires pour le calcul de la rémunération des dirigeants (ou la date de levée des options). En effet, il y a 9 sociétés pour lesquelles l'information sur les plans de stock-options, même si elle existe, elle n'est pas complète. D'où, une troisième relance concerne des *informations manquantes* dans les rapports annuels de ces sociétés.

A cet effet, les sociétés qui présentent des informations permettant l'évaluation de la rémunération en stock-options et des ratios de mesure de la performance constituent un échantillon de taille égale à 51 firmes.

Bhagat, Brickley, et Lease ⁷⁶ (1985) précisent que « Les plans de stock options que nous avons examiné *concernent les hauts dirigeants*, alors que d'autres plans se rapportent à des dirigeants d'un niveau hiérarchique moindre et au personnel. Puisqu'il s'agit des plans d'intéressement au capital... Smith et Watts (1983) soulignent que *la propriété des titres de la firme motive plus les hauts dirigeants que les salariés d'un niveau hiérarchique moindre* ». Ceci est d'autant plus vrai que les salariés sont motivés par d'autres moyens tels que le système de participation aux bénéfices ⁷⁷, les plans d'épargne d'entreprise ⁷⁸. Ainsi à défaut de précision, si les plans de stock options se rapportent aux dirigeants mandataires sociaux et au personnel salarié de l'entreprise, nous avons pris l'hypothèse que ces plans concernent les dirigeants sociaux et non les simples salariés.

⁷⁶ Bhagat, S., Brickley J., A., et Lease, R., C., (1985), « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », Journal of Financial Economics, vol 14, p 195-215, p 196.

⁷⁷ Il s'agit de répartir une partie du profit aux salariés qui ont contribué à le réaliser.

⁷⁸ Il s'agit de constituer une épargne diversifiée composée de fonds provenant des salariés, un certain pourcentage de leur salaire, qui sera complété par des versements de l'employeur. Ces sommes sont investies en différentes formes de valeurs mobilières (actions et obligations de la société, titres d'autres sociétés.)

Enfin, même si certaines dispositions législatives ⁷⁹ obligent les sociétés à informer sur les plans de souscription de stock-options mis en place, la *présentation* des informations afférentes à la rémunération des dirigeants issue des plans de stock options *n'est pas normalisée*. Ces informations apparaissent :

- Dans les annexes des comptes sociaux (société mère), les plans de stock-options apparaissent rarement sous une rubrique distincte, [(cas de Total).]
- Dans le rapport de gestion sous la rubrique relevant de l'actionnariat et capital.
- Sous la rubrique information complémentaire / renseignements de caractère général concernant le capital. [(cas de Havas Adv).]

II / Les régressions simples

Il s'agit d'une étude simultanée de *deux caractères quantitatifs* à savoir la rémunération en stock-options et la performance exprimée selon les indicateurs de rentabilité financière (RN / CP) et de performance globale (Qtobin). Les observations couvrent 51 sociétés sur l'année 1996, elles concernent donc 51 couples (performance; rémunération en stock-options) avec une dépendance causale de la rémunération sur la performance pour des motifs théoriques développés précédemment lors de l'identification du cadre théorique de notre recherche. Nous aurons en conséquence les modèles suivants :

$$(RN / CP)_i = a_0 + a_1 (Som_r_l)_i + e_i$$

$$QTobin = a_0 + a_1 (Som_r_l)_i + e_i$$

où $(Som_r_l)_i$ désigne la rémunération des dirigeants en stock-options pour l'année 1996 dans la firme (i)

La régression est effectuée pour la mesure de performance RN / CP. Le tableau (1) résume les valeurs de $P > |T|$ ⁸⁰ permettant de juger la significativité des variables explicatives et les coefficients de détermination R^2 des modèles de mesure retenues.

⁷⁹ Il s'agit de dispositions législatives françaises en la matière (article 208 de la loi du 24 / 06 / 1966).

⁸⁰ Le logiciel de traitement de données SAS fourni la probabilité pour que la variable soit non significative. Cette probabilité doit être faible (inférieure à 0.05) pour juger que la variable est statistiquement significative.

(Tableau 1)

Variable explicative	RN / CP		QTobin	
	P > T	R ²	P > T	R ²
constante	0.2488	0.0084	0.0001	0.0011
(Som_r_l)	0.5228		0.8973	

* Nous n'avons pas retenu R²a et F parce que la connaissance de P > | T | suffisait.

Au seuil de signification de 5 %, la rémunération en stock-options des dirigeants n'est pas statistiquement significative dans l'explication de la performance de la firme, la statistique t calculée < 1.96 [L'hypothèse : La rémunération des dirigeants en stock-options a un effet significatif sur la performance est infirmée]. Ce résultat est contraire à celui de Mehran (1995) où la rémunération des dirigeants basée sur l'intéressement au capital s'est avérée statistiquement significative au seuil de 5% voire de 1 %. Murphy (1985) trouve une relation non significative entre la valeur des options et la performance de la firme exprimée en Log (stock-index)⁸¹.

A ce niveau, nous *déduisons* que l'incitation des dirigeants par les stock-options n'affecte la performance de la firme qu'à un niveau très faible. La prise en compte des variables de contrôle dans le modèle peut-elle permettre une explication meilleure de la performance ?

III / Les régressions multiples

Il s'agit de mesurer la capacité explicative de la variable rémunération des dirigeants en stock-options et ce en présence de certaines variables de contrôle issues des études antérieures. Le modèle de régression multiple⁸² se présente comme suit :

$$(\text{Performance})_i = a_0 + a_1 (\text{Som_r_l})_i + a_2 (\text{Ltotact})_i + a_3 (\text{rNiv_det})_i + a_4 (\text{Actr_dom})_i + a_5 (\text{Inv_inst})_i + e_i$$

a₀ constante du modèle

⁸¹ Le stock-index est désigné par $S_t = S_{t-1} (1 + R_t)$, où S_{t-1} l'indice boursier de l'année t-1; et $R_t = (P_t - P_{t-1} + D_t) / P_{t-1}$ telle que définie à la p 104, 105.

Murphy (1985), « Corporate performance and managerial Remuneration : an Empirical Analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol 7, p 11- 42, p 21.

a_i coefficient de régression simple de la variable explicative i , $i > 0$

$(Som_r_l)_i$ = Rémunération des dirigeants de la firme (i) en stock-options pour l'année 1996

$(Ltotact)_i$ = Logarithme népérien du total actif mesurant la taille de la firme (i)

$(rNiv_det)_i$ = le niveau d'endettement de la firme (i) exprimé par dettes totales / actif total.

$(Inv_inst)_i$ = le pourcentage en capital détenu par les investisseurs institutionnels dans la firme (i)

$(Actr_dom)_i$ = variable muette qui prend la valeur 1, s'il existe dans le capital de la firme (i) un actionnaire dominant et la valeur 0 sinon.

Les résultats des régressions multiples sont résumés dans le tableau (2). Il contient les valeurs de la probabilité $P > |T|$, les coefficients de détermination R^2 , R^2a ainsi que $P > F$.

(Tableau 2)

Variables explicatives	RN / CP		QTobin	
	t	$P > T $	t	$P > T $
constante a_0	3.119	0.003	5.413	0.0001
Som-r-l	1.504	0.139	1.978	0.0541
Ltotact	-2.849	0.006	-4.803	0.0001
rNiv_dettes	-4.009	0.0002	9.967	0.0001
Actr_dom	-0.603	0.549	0.785	0.785
Inv_inst	0.521	0.604	0.464	0.464

$R^2 = 0.3480$	$R^2 = 0.7486$
$R^2a = 0.2756$	$R^2a = 0.7207$
$P > F = 0.0013$	$P > F = 0.0001$

En présence des variables de contrôle, la rémunération des dirigeants en stock-options devient plus pertinente dans l'explication de la performance de la firme. La variable (Som_r_l) devient significative au seuil de 13.9 % pour la mesure RN / CP.

⁸² L'absence de multicollinéarité entre variables explicatives étant vérifiée par la matrice des corrélations (les coefficients de corrélations dégagés sont faibles. Ils sont inférieurs à 0.35).

La taille mesurée par Ltotact est statistiquement significative au seuil de 5 %. Cela nous permet de déduire que la taille est pertinente dans l'explication de la performance [H_t : *La taille a un effet significatif sur la performance de la firme est vérifiée*]. Un tel résultat est compatible avec les conclusions de Mehran (1995) lorsqu'il constate que la taille, en tant que variable de contrôle de la performance, est déterminante dans l'explication de la performance de la firme.

Le signe du coefficient qui lie la taille à la performance est négatif, boursière. Il traduit une relation inverse entre la taille de la firme et sa performance. Les entreprises de grande taille, étant sujettes à des coûts politiques élevés⁸³, leurs dirigeants seraient amenés à manipuler le résultat comptable vers la baisse; Ce qui explique la relation inverse entre la taille et le niveau des ratios de performance comptable.

Au seuil de signification de 5 %, l'endettement est statistiquement significatif [H_e : *l'endettement a effet significatif sur la performance de la firme est vérifiée*]. Le résultat obtenu est contraire à celui de Mehran (1995) lorsqu'il trouve que l'endettement n'explique pas de manière significative la performance comptable de l'entreprise.

A ce propos, l'effet du levier financier peut expliquer le sens de la relation entre l'endettement et la rentabilité financière de l'entreprise. Celle ci augmente avec l'endettement tant que le coût de la dette est inférieur à la rentabilité économique des actifs. Par contre, un endettement excessif, lorsque le coût de la dette dépasse la rentabilité économique des actifs, entraîne une baisse de la rentabilité de la firme.

En effet, l'endettement accroît la rentabilité de l'entreprise⁸⁴, mais augmente parallèlement le risque, notamment celui des créanciers. Ceux ci reçoivent des rémunérations fixes alors que les actionnaires disposent d'une option d'achat pour l'entreprise. Un niveau d'endettement élevé, affecte négativement la performance de l'entreprise.

⁸³ Les coûts politiques associés aux entreprises de grande taille prennent la forme d'un accroissement des impôts prélevés auprès de ces entreprises, de manque à gagner suite à l'adoption de dispositions antitrust, etc,...

⁸⁴ Selon l'effet de levier, la rentabilité augmente avec l'endettement tant que $r > i$; $r^* = r + (r - i)D / C$ où $r^* = RN / CP$; $r = RE / AT$; $i =$ coût de la dette.

Manifestement, les investisseurs institutionnels n'influencent la performance de la firme qu'à un niveau très faible (la variable *Inv_inst* n'est significative) donc l'hypothèse [H_i : *Les investisseurs institutionnels ont un effet significatif sur la performance de la firme n'est pas vérifiée*]. En effet, même si notre échantillon est constitué de sociétés cotées, le nombre de celles où la propriété est dispersée est restreint, ce qui limite le nombre de cas où les investisseurs institutionnels pourraient jouer un rôle de pivot. Un grand nombre de sociétés sont contrôlées par des actionnaires dominants (36/51= 70.5 % de notre échantillon). Toutefois, ceux-ci ne permettent pas d'expliquer la performance de la firme (la variable *Act_dom* n'est pas significative) d'où l'hypothèse [H_a : *Les actionnaires dominants ont un effet significatif sur la performance de la firme n'est pas vérifiée*]. Ce résultat rejoint celui de McConnel et Servaes (1990) qui ont abouti à l'absence d'un lien significatif entre la part de propriété des actionnaires dominants et la valeur de la firme. Il rejoint aussi celui de Demsetz et Lehn ⁸⁵ (1985) qui ont étudié la relation entre la performance exprimée en taux de rentabilité comptable sur fonds propres et le taux de concentration du capital détenu par les principaux actionnaires. Demsetz et Lehn (1985) ont conclu au rejet de toute liaison entre la performance et la structure de propriété du capital de la firme. Ces résultats corroborent avec ceux de Demsetz ⁸⁶ (1983) qui soutient que la structure de propriété en tant que variable endogène du processus de maximisation de la valeur n'aurait pas d'influence sur la valeur de la firme.

En conclusion, la taille et le niveau de l'endettement de l'entreprise véhiculent davantage d'informations pour l'explication de la performance de la firme, que l'incitation des dirigeants par les stock-options, le pourcentage en capital des institutionnels et la présence d'actionnaires dominants.

Conclusion

⁸⁵ Demsetz, H., et Lehn K., (1985), «The structure of Corporate ownership : Causes and Consequences », Journal of Political Economy, vol 93, p 1155-1177.

⁸⁶ Demsetz, H. (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm », Journal of Law and Economics, vol 26, p 375-390.

Pour mesurer l'effet de la rémunération en stock-options sur la performance, nous avons sélectionné 51 sociétés de la SBF120 sur l'année 1996, qui présentent des informations complètes sur l'intéressement des dirigeants en stock-options. Nous avons effectué des régressions simples, puis multiples.

Les résultats des régressions simples traduisent le degré d'influence très faible de la rémunération des dirigeants sous forme de stock-options sur la performance de l'entreprise, ce qui justifie la prise en compte de variables de contrôle dans la modèle.

Les régressions multiples ont permis de dégager un accroissement de la signification de la rémunération en stock-options des dirigeants, et donc la 'pertinence' de ce mécanisme d'incitation dans l'explication de la performance de la firme. De même, nous constatons une amélioration du pouvoir explicatif de la performance. Un tel résultat montre que les mécanismes d'incitation et de contrôle contribuent conjointement à une explication meilleure de la performance de la firme.

Néanmoins, par rapport aux résultats obtenus par Mehran⁸⁷ (1995), où la rémunération des dirigeants basée sur l'intéressement au capital est statistiquement significative au seuil de 5 %, voire de 1 %, le lien dégagé entre la performance et la rémunération sous forme de stock-options des dirigeants des firmes de notre échantillon accuse une faiblesse relative⁸⁸. Celle-ci trouve peut-être son origine dans la présence d'un enracinement important des dirigeants dans notre échantillon, qui *neutralise* la discipline exercée par les mécanismes de contrôle. En effet, l'ensemble des résultats publiés à ce jour concernent surtout les *sociétés américaines* où la *propriété est dispersée*, et pour lesquelles les problèmes d'agence sont relativement importants. En Tunisie ou en France, les entreprises de ce genre font l'exception (70.5 % des entreprises de notre échantillon présentent des actionnaires dominants), ce qui pourrait atténuer la portée des résultats obtenus. Raffournier⁸⁹ (1998), souligne dans ce sens, que « la

⁸⁷ op.cit en 30, p 176, 177.

⁸⁸ Malgré la prise en compte des variables de contrôle et l'amélioration du pouvoir explicatif du modèle, la rémunération en stock-options n'est statistiquement significative qu'aux seuils de 5.4 % pour la mesure Q de Tobin,

⁸⁹ Raffournier, B., (1998), Théorie positive de la comptabilité et comptabilité internationale, Séminaire organisé pour le 3^{ème} cycle de Comptabilité, le 04 Mai, ISCAE, Tunis.

relation d'agence relève de la notion de *contrats* qui est indissociable de la culture américaine. Aux Etats Unis, les rapports entre individus sont fortement régis par les contrats. Nous devons tenir compte de cette variable culturelle liée au contexte typiquement américain avant d'essayer d'intégrer des modèles dans d'autres pays où les variables socio-économiques et culturelle sont différentes. »

Nous pouvons déduire également que l'omission de certaines variables explicatives, en raison de l'absence des données sur ces variables, peut affecter la mesure du lien entre performance de la firme et rémunération en stock-options. Yermack ⁹⁰ (1995) souligne à cet effet que « De nombreuses études économétriques risquent de présenter un biais du fait que les variables explicatives omises auraient une influence significative sur la variable dépendante. Dans des études relatives à la rémunération des dirigeants, des caractéristiques comme l'habileté des dirigeants '*management skill*', et 'l'efficacité du système de gouvernement d'entreprise' représentent des catégories de variables qui devraient être incluses dans des régressions *si elles auraient pu être observées et mesurées.* »

Tout de même, Shleifer et Vishney ⁹¹ (1997) affirment que « Les économies les plus développées ont résolu le problème de gouvernement d'entreprise du moins assez raisonnablement; ...Toutefois, ceci n'implique pas la résolution parfaite de tout les problèmes liés au gouvernement d'entreprise . De même, il n'est pas exclu que les mécanismes du gouvernement d'entreprise pourraient être améliorés. »

Annexe

⁹⁰ Yermack D. (1995), « Do corporations award CEO stock option effectively ? », Journal of Financial Economics vol 39, p 237-269 , p 256.

⁹¹ Shleifer A. et Vishney R. W., (1997), « A Survey of Corporate Governance », The Journal of Finance, June, vol 52, p 737-782.

L'équation de base du modèle Black et Sholes⁹² (1973) s'énonce comme suit :

$$W = S \cdot N(d_1) - K \cdot e^{-r \cdot t} \cdot N(d_2)$$

W désigne la valeur du premium du call (option d'achat)

S est le cours de l'action de base

K est le prix d'exercice du call

t est le nombre de jours qui restent à courir jusqu'à l'échéance exprimé en fraction d'année,

r est le taux d'intérêt à court terme

e est égal à 2.71828

$N(d_2)$ est la probabilité qu'une fluctuation de moins de (d) apparaisse lorsque la distribution suit une loi normale de moyenne nulle et d'écart type égal à 1

avec

$$d_1 = \frac{\ln(S/K \cdot e^{-r \cdot t})}{s \sqrt{t}} \pm \frac{1}{2} s \sqrt{t}$$

$$d_2 = d_1 - s \sqrt{t}$$

où s est l'écart type anticipé du taux de rentabilité annuel de l'action.

Les hypothèses du modèle de Black et Sholes sont les suivantes :

1. Les marchés financiers sont parfaits (à fortiori efficients) : les échanges se faisant sans impôts, ni coût de transaction et sans restrictions sur les achats et ventes à termes. Ces marchés fonctionnent de manière continue et les acteurs sont rationnels et maximisent leur utilité.

⁹² Black F., et Sholes M. (1973), « The pricing of Options and Corporate Liabilities », Journal of

2. La première variable qui intervient dans le modèle est le cours S de l'action qui suit une distribution lognormale dans le temps, ou en termes équivalents, la variation instantanée du cours de l'action (dS/S) suit une distribution normale de moyenne μ et de variance σ^2 par unité de temps. Formellement, cette hypothèse implique que la variation instantanée du cours de l'action vérifie l'équation différentielle stochastique suivante :

$$dS/S = \mu \cdot dt + \sigma \cdot dz$$

où ; μ : la variation relative anticipée par unité de temps du cours de l'action, elle est constante dans le temps.

σ^2 : la variance instantanée de la variation relative de S . Cette variance est supposée être constante.

dz : un processus stochastique standard de Gauss-Weiner, il est normalement distribué avec une moyenne $E(dz) = 0$ et une variance $\text{var}(dz) = dt$,

dt : une variation infinitésimale du temps,

3. Le taux d'intérêt à court terme (r) est constant sur la durée de vie de l'option.

4. Le prix de l'option (W) est fonction d'une seule variable stochastique S .

W varie donc régulièrement avec la dérivée première du cours dS/S .

Mathématiquement, cette hypothèse stipule que W est une fonction possédant des dérivées partielles secondes continues.

La dérivation du modèle ne peut être effectuée que pour des options européennes qui ne peuvent être exercées qu'à l'échéance⁹³.

BIBLIOGRAPHIE

Political Economy, vol 81, p 637-659.

⁹³ A la différence des options européennes, les options américaines sont exerçables à tout moment avant l'échéance.

- **ALCOUFFE (A. C.), (1996)**, « Rémunération et Performance des Dirigeants des Sociétés Françaises », Note de Recherche, Lirhe, Université Toulouse - I, 30 p.

- **ALLEN (M. P.), et PANIAN (S.K)**, (1982), « Power, Performance and Succession in the large Corporation », *Administrative Science quarterly*, Vol. 27, p 51-72.

- **ANTHONY (R.), et GOVINDARAJAN, (V.)**, (1996), *Management Control Systems*, Irwin, 888 p.

- **ASSOCIES EN FINANCE**, (1987), *Les options sur actions et sur indices*, 3 ème édition, Presses Uniersitaires de France, 174 p.

- **BAKER (G. P.), JENSEN (M. C.) et MURPHY (K. J.)**, (1988), « Compensation and Incentives : Practices versus Theory », *Journal of Finance*, Vol. 43, p 593-616.

- **BARCLAY (M.) et HOLDERNESS (C.)**, (1989), « Private Benefits From Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, Vol 25, p 371 - 395.

- **BARRIS, (L. J.)**, (1992), « The Overcompensation Problem : A Collective Approach to Controlling Executive Pay », *Indiana Law Journal*, vol 68, p 59-99.

- **BATSCH (L.)**, (1996), « Finance et Contôle : A Propos de la ‘Corporate Governance’ », *Papier de Recherche*, Université de Paris IX, Centre de Recherches sur le Gestion (CEREG); France, No 96 - 06, 41p .

- **BAYSINGER (B. D.), et BUTLER (H. D.)**, (1985), « Corporate Governance and The Board of Directors : Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics and Organizations*, Vol 1, p 105-134.

- **BENSTON, (G. J.)**, (1985), « The self-serving management hypothesis : some evidence », *Journal of Accounting and Economics*, vol 7, April, p 67-84.

- **BHAGAT (S.); BRICKLEY (J. A.), et LEASE (R. C.),** (1985), « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », *Journal of Financial Economics*, vol 14, p 195-215.
- **BERLE (A., A), et MEANS (G. C.),** (1932), *The modern Corporation and Private Property*, Harvard University Press 1959, 335 p.
- **BESSIS (J.),** (1987), « Le Ratio Q de Tobin, La Rentabilité Comptable et l'Investissement, Centre HEC - ISA, 15 p.
- **BESSIS (J.),** (1987), « Les Déterminants réels du Risque Financier », *Finance*, Vol. 8, p 33 - 47.
- **BIZJACK, (J. M.); BRICKLEY (J. A.), et COLES, (J. L),** (1993), « Stock based incentive compensation and investment behaviour », *Journal of Accounting and Economics* vol 16, p 349-372.
- **BLACK (F.), et SHOLES (M.),** (1973), « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, vol 81, p 637-659.
- **BOYD (B.),** (1994), « Board Control and CEO Compensation », *Strategic Management Journal*, vol. 15, p 301 - 312.
- **BYRNE, (J. A.),** (1996), « How High Can CEO Pay Go », *Business Week*, 23 avril, p 100-106.,
- **CAUSSAIN (J. J.),** (1995), « Corporate Governance : l'Approche Française », *Revue de droit des affaires Internationales*, No 8 , p 903 - 922.
- **CHARREAUX (G.),** (1990), « Structures de Propriété, Relation d'Agence et Performance Financière », *Cahiers du CREGO*, IAE Dijon, 32 p.
- **CHARREAUX (G.),** (1994), « Conseil d'Administration et Pouvoir dans l'Entreprise », *Revue d'Economie Financière*, (Hiver), No 31, p 49 - 79.

- **CHARREAUX (G.), et PITOL - BELIN (J. P.)**, (1985), « La Théorie Contractuelle des Organisations : une Application au Conseil d'Administration », *Economie et Société* , Cahiers de l'ISMEA, Série de Sciences de Gestion No 6, p 149-181.

- **CHARREAUX (G.)**, (1996), « Pour une véritable théorie de latitude managériale et du gouvernement d'entreprises », *Revue Française de Gestion*, p 50-64.

- **CHEATHAM (C.), CHEATHAM, (L.R.) et McEACHARNS (M.)**, (1995), « ESOPs Fable : The Goose That Laid the Golden Eggs ; Employee Stock Ownership Plans », *The National Public Accountant* , vol 40, no 4, p 33-46

- **CHRISTENSON (C.)**, (1983), « The Methodology of Positive Accounting », *The Accounting Review*, vol 58, (January), p 1 - 22.

- **CNPF - AFEP - rapport Viénot** (1995) : « Le Conseil d'Administration des Sociétés Cotées », 24 p.

- **COBBAUT, (R.)**, (1992), *Théorie Financière*, Paris, Economica, 495 p.

- **COLLINS (D. W.), et DE ANGELO (L.)**, (1990), « Accounting Information and Corporate Governance : Market and Analyst Reactions to Earnings of Firms Engaged in Proxy Contests », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 13, p 213 - 247.

- **COMMENT (R.), et GREGG (J.)**, (1995), « Corporate Focus and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, vol 37, p 67 - 87.

- **COPELAND, (T.,E.), et WESTON, (J., F.)**, (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Westley, 3 ème édition, 946 p.

- **CORNET (V.), et CONILH DE BEYSSAC (T.)**, (1996), « La Rémunération et la Performance des Dirigeants », *Bulletin Social* (Mai), édition F. Lefèbvre.

- **COUGHLAN (A. T.), et SHMIDT (R. M.),** (1985), « Executive Compensation, Management Turnover, and Firm Performance », *Journal of Accounting and Economics*, vol.07, p 43-66.

- **COURET (A.),** (1995), « Le Gouvernement d'Entreprise », *Recueil Dalloz*, (Juin), No 22, p 163 - 167.

- **DALLAS, (L. L.),** (1997), « proposals for reform of corporate boards of directors : the dual board and board ombudsperson », *Washington and Lee Law Review*, vol 54, Winter, p 91 - 131.

- **DEBRIERES (P.),** (1991), *Participations Financières, Stock options et Rachat d'entreprise par les Salariés*, Economica, 225 p.

- **DEBRIERES (P.),** (1997), « Stock-options et signalisation : le cas français », *article adapté dans Charreaux (1997), Le gouvernement des entreprises*, Economica, p 273- 301.

- **DECHOW (P. M.), et SLOAN (R., G.),** (1991), « Executive Incentives in the Horizon Problem », *Journal of accounting and Economics*, vol 14, p 51-89.

- **DE FUSCO (R. A.), JOHNSON (R. R.), et ZORN (T. S.),** (1990), « The effect of Executive Stock Option Plans on Stockholders and Bondholders », *Journal of Finance*, vol 55, p 617-627.

- **DEMSETZ, H.** (1983), « The structure of ownership and the theory of the firm », *Journal of Law and Economics*, vol 26, p 375-390.

- **DEMESTZ (H.), et LEHN (K.)** (1985), « The structure of corporate : causes and consequences », *Journal of Political Economy*, vol 93, p 1155-1177.

- **DUMONTIER (P.) et RAFFOURNIER (B.),** (1998), « Why companies comply voluntarily with IAS : An empirical Analysis with Swiss data », à paraître dans *Journal of International Financial Management and Accounting*.

- **EATON (J.) et ROSEN (H. S.)**, (1983), « Agency, Delayed Compensation, and the Structure of Executive Remuneration », *The Journal of Finance*, vol 38, no 5, p 1489-1505.

- **ELTIZUR (R.), et HLPERN (P.)**, (1995), « Rémunération en Espèces des Dirigeants et Valeur de l'Entreprise », *Finance Economie Comptabilité FINECO*, no 1 et 2, 1er et 2ème semestres, p 147-168.

- **ELLIG, (B.)**, (1984), « Incentive plans : Over the long term », *Compensation Review*, vol 16, no 3, p 39-54.

- **FAMA (E. F.)**, (1978), « The effects of a firm investment and financial decisions on the welfare of its security holders », *American Economic Review*, vol 68, p 224-246.

- **FAMA (E. F.)**, (1980), « Agency problems and the theory of the firm », *Journal of Political Economy*, vol 88, no 2, p 288-307.

- **FAMA (E. F.) et JENSEN (M. C.)**, (1983), « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol 26, p 301-325.

- **FIRTH (M.)**, (1991), « Corporate Takeovers, Stockholders Returns and Executive Rewards », *Managerial and Decision Economics*, vol.12, p 421 - 428.

- **FIZEL (J.), et LOUI (K.)**, (1990), « CEO Retention, Firm Performance and Corporate Governance », *Managerial and Decision Economics*, (Juillet), p 167 - 176.

- **GARBAGE (K.D), et SILBER (W.L.)**, (1981), « Best Execution in Securities Markets : an Application of Signalling and Agency Théory », New - York University. Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, (November), No 248 ; 15 p .

- **GALLAIS - HAMMONO (G.), et MOURGUES (N.)**, (1988), « L'Organisation et les Décisions Financières de l'Entreprise selon la Théorie de l'Agence », *Papier de recherche*, Faculté de Droit et de Sciences Economiques. (IOF) Orléans, (Avril), 5 p.

- **GARDIEN (B.), et ROUSSEAU (B.)**, (1991), « Théorie de l'Agence », *Les Cahiers de Sup de Co Poitiers; France.*, vol 2; p 5 - 13.

- **GERHART (B.), et MILKOVICH (G.)**, (1990), « Organizational Differences in Managerial Compensation and Financial Performance », *Academy of Management Journal*, No 33, p 663 - 691.

- **GOMEZ - MEJIA (L., R.); et TOSI (J., R.), et HINKIN (T.)**, (1987), « Managerial Control Performance and Executive Compensation », *Academy of Management Journal*, vol 30, p 51 - 70.

- **GOMEZ - MEJIA (L., R.), et TOSI (J., R.)**; (1994), « CEO compensation monitoring and firm performance », *Academy of Management Journal*, vol 37, no 4, p 1002-10016,

- **GOMEZ - MEJIA (L. R.); TOSI (J. R.); et KATZ, (J., P.)**, (1997), « Disaggregating the agency contract : the effects of monitoring, incentive alignment, and term in office on agent decision making », *Academy of Management Journal*, vol 40, June, p 584-612.

- **GOMEZ, (P. Y.)**. (1996), *Le gouvernement de l'entreprise - modèles économiques de l'entreprise et pratiques de gestion* , Interédition, Masson-Paris, 320 p.

- **HAKA (S.), et CHOLOS (P.)**, (1990), « Evidence of Agency Conflict Among Management, Auditors, and the Audit Committee Chair », *Journal of Accounting and Public Policy*, vol 9, p 271 - 292.

- **HART, (O. D.)**, (1983), « The market mechanism as an incentive scheme », *Bell Journal of Economics*, Autumn, p 366 - 382.

- **HAMBRICK (D. C.), et FINKELSTEIN (S.)**, (1995), « The Effects of Ownership Structure on Conditions at the Top : The Case of Pay Raises », *Strategic Management Journal*, vol 16, p 175-193.

- **HAUGEN (R.,A), et SENBET (L. W.)** (1981), « Resolving the Agency Problems of External Capital through Options », *The journal of Finance*, vol 36, June 1981, p 629- 647.

- **HILL (C. W. I.), et JONES (T. M)**, (1992), « Stakeholders - Agency Theory », *Journal of Management Studies*, Vol 29, No 2, p 31 - 48.

- **HOLDERNESS (C. G.), et SHEEHAN (D. P.)**, (1988), « The Role of Majority Shareholders in Public Held Corporations », *Journal of Financial Economics*, Vol 20, p 317 - 346.

- **HOSKINS (R.); HITT (M.); TURK (T.); et TYLER (B.)**, (1989), « Balancing Corporate Strategy and Executive Compensation : Agency Theory and Corporate Governance », *in Research in Personal and Human Ressources Management*, Vol. 07, Jai Press, p 25 - 57.

- **HUBBARD (C. M.); et KOSNIK (R. D.)**, (1997), « Corporate Governance in Turmoil : The Tawas Savings and Loan Debacle of the Eighties », *Journal of Applied Business Research*. Winter, p 17-32.

- **ITTNER, (C.), LARKER, (D., F.), et RAJAN, (M. V.)**, (1997) « The choice of performance Measures in annual bonus contracts », *The Accounting Review*, vol 32, no 2, April, p 231-255.

- **JENSEN (M.)**, (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, Vol. 76, p 323 - 329.

- **JENSEN (M.), et MECKLING (W. H.)**, (1976), « Theory of The Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, Vol. 03, p 305 - 360.

- **JENSEN (M.), et RUBACK**, (1983), « The market for Corporate Control : The Scientific Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol 11, p 5-51.

- **JENSEN (M. C.), et WARNER (J B.),** (1988), « The Distribution of Power Among Corporate Managers Shareholders, and Directors », *Journal of Financial Economics*, vol 20, p 3-24.

- **JENSEN (M. C.) et MURPHY (K. J.),** (1990), « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol 98, no 2, p 225-264.

- **JENSEN (M. C.),** (1993), « The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems », *The Journal of Finance*, vol 48, p 831-880.

- **JOHN, (T. A.) et KOSE (J.) ,** (1993), « Top-management compensation and capital structure », *Journal of Finance*, vol 48, p 949-974.

- **JOHNSTON (J.),** (1985), *Méthodes économétriques*, par Bernard Guerrien et Françoise Vergara. 3 ème édition Paris, Economica, 359 p.

- **KATZ (L.),** (1986), « Efficiency Wage theories : a partial Evaluation », in *NBER, Macro-Economic Report*, p 235-276.

- **KELLER (D.),** (1996), « Quels Enjeux pour les Entreprises Françaises ? Le Gouvernement d'Entreprise », *Les Notes Bleues de Bercy*; France, No 79, 12 p.

- **KENNETH (M.); et McCONNELL (J.),** (1991), « Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover », *Journal of Finance*, Vol 46, p 671 - 688.

- **KERR (J.); et BETTIS (R. A.),** (1987), « Boards of Directors, top management Compensation, and Shareholder Returns », *Academy of Management Journal*, vol. 30, p 561-582.

- **KREIVBER, (J. A.),** (1995), « Note : Reaching Beyond Performance Compensation in Attempts to Own The Corporate Executive », *Duke Law Journal*, vol 48, p 138-182.

- **LACOMBE - SABOLY (M.), et POCHE (C.),** (1996), « Rémunération des dirigeants et performance : hypothèses théoriques et pertinence des indicateurs », *in Rémunération et performance*, Actes du Congrès AGRH, Economica, Paris.

- **LAMBERT (R. A.) ; et LARKER, (D.F.),** (1985), « Golden Parachutes, Executive Decision - Making and Shareholder Wealth : a review of the Evidence », *Journal of Accounting and Economics*, vol.07 , p 179 - 203.

- **LANG (L.); et STULZ (R.),** (1994), « Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance », *Journal of Political Economy*, Vol 40, p 3 - 40.

- **LE CORVILLER (B),** (1995), « Théorie de l'Agence et Conflit Actionnaire - Dirigeant : le cas des groupes de Sociétés », *Les Cahiers de la Recherche*, France : Ecole Supérieure des Sciences Commerciales d'Angers (ESSC), (Décembre), No 2 ; p 28 - 41.

- **LEGAULT, (M.),** (1995), « Gouverne des firmes et comptabilité des rémunérations en options sur titres », *Finance Economie et Comptabilité*, vol 5, no 1 et 2, 1 er et 2 ème semestre, p 121-146.

- **LEONARD (J.),** (1990), « Executive Pay and Firm Performance », *Industrial and Labor Relations Review*, No 43, p 13 - 29.

- **LEWELLEN (W.),** (1968), « Executive Compensation in large industrial Corporations », National Bureau of Economic Research Columbia University Press New York.

- **LEWELLEN (W. G.); et HUNTSMAN (B.),** (1970), « Managerial Pay and Corporate performance », *American Economic Review*, vol. 60, p 324-348.

- **LEWELLEN (W.), LODERER (C), et MARTIN (K),** (1987), « Executive Compensation and Executive Incentive Problems, an empirical analysis », *Journal of Accounting and Economics*, vol 9, p 287-310,

- **LODERER (C.), et MARTIN (K.), (1997)**, « Executive stock-ownership and performance tracking faint traces », *Journal of Financial Economics*, vol 45, p 223-255.

- **LUBATKIN (M. H.); CHUNG (K. H), ROGERS (R. C.) et OWERS (J.E)**, (1989), « Stockholder Reactions to CEO Changes in Large Corporations », *Academy of Management Journal*, vol. 32, p 47-68.

- **MATSUNAGA, (S., R)**, (1995), « The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options », *The Accounting Review*, vol 70, no. 1, January, p 1-26.

- **McCONNEL, (J., J.) et SERVAES (H.)**, (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p 595-612.

- **MEHRAN, (H.)**, (1995), « Executive Compensation Structure, Ownership, and firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, p 163-184.
- **MILGROM, (P.), et ROBERTS, (J)**, (1992), *Economics, Organization, and Management*, Englewood. 480 p.
- **MOURGUES (N.)**, (1986), « La Théorie de l'Agence, ses Applications Financières et ses Implications dans la Théorie de l'Entreprise », *Papier de Recherche*, Université de Droit et de Sciences Economiques. (IOF) Orléans, (Mars), 39 p.

- **MOURGUES (N.)**, (1987), « La Rentabilité Economique des Entreprises Dépend - elle de la Structure de Répartition du Capital ? Un Essai de Vérification des Coûts d'Agence », Université de Droit et de Sciences Economiques, Institut Orléanais de Finance (IOF), 30 p.

- **MOURGUES (N.)**, (1991), « Les Apports de la Théorie de l'Agence à l'Analyse Financière Externe », *Congrès de l'Association Française de Comptabilité*, (3 et 4 Mai), France, p 476 - 499.

- **MORK (R.); SHLEIFER (A.) ; et VISHNY (R. W.),** (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p 293 - 315.

- **MORK (R.); SHLEIFER (A.); et VISHNY (R. W.),** (1989), « Alternative Mecanisims for Corporate Control », *The American Economic Review*, vol 79, no 4, Sep1989, p 842-853.

- **MORK (R.); SHLEIFER (A.); et VISHNY (R. W.),** (1990), « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? », *Journal of Finance*, No 45, p 31 - 48.

- **MURPHY (K. J.),** (1985), « Corporate Performance and Managerial Remuneration », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 07, p 11-42.

- **MURPHY (K. J.); et ZIMMERMAN (J. L.),** (1993), « Financial Performance Surrounding CEO Turover », *Journal of Accounting and Economics*, vol 16, p 273 - 315.

- **MURPHY (K., J.),** (1995), «Politics, Economics, and Executive Compensation », *University of Cincinnati Law Review*, vol. 63, p 713 - 747

- **MURRAY (A.),** (1989), « Composition du groupe dirigeant et Performance de l'Entreprise », *Revue Française de Gestion*, (Juillet), p 6 - 26.

- **PAQUEROT, (M.),** (1996), « L'enracinement des dirigeants et ses effets », *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre, p 212-225.

- **PFEFFER (J.),** (1982), *Power in organizations*, Harper Business. 390 p.

- **PIGE (B.),** (1996), « Le Gouvernement d'Entreprise : La Place des Systèmes de Reporting et d'Audit », *Journées Nationales des I.A.E.*, Ecole Supérieure Universitaire de Gestion.(ESUG), Université de Besançon, France, (Avril), vol. 1, p 87 - 96.

- **PIGE, (B.),** (1997), « Les systèmes d'incitation à le performance : la performance et révocation des dirigeants », article adapté, dans Charreaux, G., (1997),

Le gouvernement des entreprises, Economica, p 241-271.

- **PLUCHART (J. J.); et HAMZA (T. R.)**, (1995), « Vers un Nouveau Gouvernement d'Entreprise », *Papier de Recherche*, Ecole Supérieure des Affaires (ESA). Centre d'études et de Recherches Appliquées à la Gestion (CERAG), No 95 - 14; Octobre, 15 p .
- **POUND, (J.)**, (1988), « Proxy Contsts and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p 237-266.
- **RAFFOURNIER (B.)**, (1998), Théorie positive de la comptabilité et Comptabilité Financière Internationale, *Séminaire organisé pour le 3 ème cycle de Comptabilité*, du 4 au 9 Mai à l'ISCAE, Tunis.
- **RAVENS-CRAFT (D. J.)**, (1996), « Ownership and Control : Rethinking Corporate Governance for The Twenty - First Century », *Journal of Economic Litterature*, vol 34, (December), pp 1971 -1975.
- **REDLING (E. T.)**, (1981), « Myth vs. reality : The relationship between top executive pay and corporate performance », *Compensation Review*, vol. 13, No (4); p 16 - 24.
- **REDIKER (J.); et SETH (A.)**, (1995), « Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisims », *Strategic Management Journal*, vol. 16, p 85 - 99.
- **RICH, (J., T.)**, et **LARSON, (J., A.)**, (1984), « Why some long term incentives fail ? », *Compensation Review*, vol 16, no 1, p 26-37
- **ROSS (S., A.)**, (1973), « The Economic Theory of Agency : the Principal's Problem », *American Economic Review*, vol 63, p 223-233.
- **SAADA (T.)**, (1993), « Politique Comptable et Marché de l'Information », Thèse pour le Doctorat en Sciences de Gestion - Régime 1984-, 290 p.

- **SAADA (T.)**, (1997), *Séminaire Doctoral de Comptabilité Financière*, 15-18 Décembre, ISCAE, Tunis.

- **SALANICK (G. R.); et PFEFFER (J.)**, (1980), « Effects of Ownership and Performance on Executive Tenure in US Corporations », *Academy of Management Journal*, vol. 23; p 653-664.

- **SAS Institute Inc.**, (1997), *SAS / STAT Statistical Analysis System : User's Guide*, Volume 2, GLM-VARCOMP, Version 6.12, Fourth edition, 1686 p.

- **SAS Institute Inc.**, (1997), *SAS Procedure Guide*, version 6.12., third edition, 660 p.

- **SIRE (B.), et TREMBLAY (M.)**, (1996), « Perspectives sur les politiques de rémunération des dirigeants en France », *Revue Française de Gestion*, Novembre-Décembre. p 230-238.

- **SMITH (A.)**, (1776), *The Wealth of Nations*, Traduction française de Germain Garnier, La Richesse des Nations, Paris, 1983.

- **SHLEIFER (A.); et VISHNEY (R.W.)**, (1989), « Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, p 123 - 139.

- **SHLEIFER (A.); et VISHNEY (R.W.)**, (1997), « A survey of Corporate Governance », *The Journal of Finance*, June, vol 52, p 737-782,

- **STIGLITZ (J. E.)**, (1975), « Incentives, risk, and, information : Notes toward a theory of hierarchy », *Bell Journal of Economics*, vol 6, p 552-579.

- **STIGLITZ (J.E) ; et EDLIN (A. S.)**, (1992), « Discounting Rivals : Managerial Rent Seeking and Economic Insufficiencies », *Working Paper*, NBER, No 4145. 32p.

- **TREMBLAY (D.), CORMIER (D.) et MAGNAN (M.)**, (1993), *Théories et Modèles Comptables, développement et perspectives*, Presse Universitaire du Quebec, 200 p.
- **TOSI (H.); et GOMEZ - MEJIA (L.)**, (1994), « CEO Compensation Monitoring and Firm Performance », *Academy of Management Journal*, vol. 37, p 560 - 576.
- **WATTS (R. I.), et ZIMMERMAN (J. I.)**, (1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs N.J Prntice Hall.
- **WATTS (R. I.), et ZIMMERMAN (J. I.)**, (1990), « Positive Accounting Theory : A Ten Year Perspective », *The Accounting Review*, (January), p 131 - 156.
- **WEISBASCH (M. S.)**, (1988), « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p 431-460.
- **WILLIAMSON (O. E)**, (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, p 567-591.
- **YELLEN (J.)**, (1984), « Efficiency Wage Models of Employment », *American Economic Review*, vol 74, p 200-205.
- **YERMACK (D.)**, (1995), « Do corporations award CEO stock option effectively ? », *Journal of Financial Economics*, vol 39, p 237-269.