

AU-DELÀ DU RATIO D'ÉQUITÉ

UN NOUVEAU PARADIGME S'IMPOSE :

*DES CONSEILS D'ADMINISTRATION CRÉATEURS DE VALEUR COLLECTIVE
ET
D'HARMONISATION DES INTÉRÊTS DES PARTIES PRENANTES*

**Louise Champoux-Paillé, C.Q. F.Adm.A, ASC, MBA
402-90 rue Berlioz, Montréal, (Québec) Canada, H3E 1N1**

514-769-5947

lchampouxpaille@bell.net

Février 2014

Table des matières

1	MISE EN CONTEXTE : ÉVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES HAUTS DIRIGEANTS.....	7
1.1	AVANT LA PÉRIODE 1980.....	7
1.2	LES ANNÉES 1980 ET SUBSÉQUENTES.....	10
1.3	CONCLUSION.....	12
2	GOUVERNANCE, CONSEIL D'ADMINISTRATION ET RÉMUNÉRATION.....	14
2.1	COMPOSITION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET DES COMITÉS DE RÉMUNÉRATION.....	14
2.1.1	La taille du conseil d'administration.....	14
2.1.2	Le cumul de postes d'administrateurs.....	15
2.1.3	Le cumul des fonctions de PDG et de président de conseil.....	15
2.1.4	La nomination des membres du conseil au cours du mandat du PDG.....	15
2.1.5	La présence majoritaire de PDG au sein du conseil d'administration.....	16
2.2	LES INDICATEURS DE PERFORMANCE.....	16
2.3	L'OUTIL DE BALISAGE PERMETTANT UNE COMPARAISON DE LA RÉMUNÉRATION AVEC LES PAIRS.....	18
2.4	CONCLUSION.....	20
3	LES ACTIONNAIRES ET LA RÉMUNÉRATION.....	21
3.1	LE VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION DES HAUTS DIRIGEANTS.....	21
3.2	RATIO D'ÉQUITÉ.....	23
3.3	LES PROPOSITIONS D'ACTIONNAIRES.....	25
3.4	CONCLUSION.....	26
4	REPENSER LA RAISON D'ÊTRE DES ORGANISATIONS.....	27
4.1	LA PRIMAUTÉ DES ACTIONNAIRES ET DE LA MAXIMISATION DE LA VALEUR POUR CES DERNIERS.....	27

4.2	INÉGALITÉS SOCIALES.....	29
4.3	NOUVEAU PARADIGME DE GOUVERNANCE SUGGÉRÉ	30
4.4	CONCLUSION	33
5	CONCLUSION.....	34
6	BIBLIOGRAPHIE ET WEBOGRAPHIE.....	35

Liste des tableaux et des figures

	Page
Tableau 1 : Rémunération médiane des PDG américains.....	8
Tableau 2 : Rémunération fixe et variable des PDG américains de 1970 à 2000.....	11
Tableau 3 : Rémunération fixe et variable des PDG canadiens de 1998 à 2010.....	11
Tableau 4 : Les différents acteurs.....	12
Tableau 5 : Prédominance des indicateurs utilisés dans les primes de rendement.....	17
Tableau 6 : Marché des talents pour les PDG : leur provenance.....	19
Tableau 7 : Vote consultatif : facteur d'encadrement.....	23
Tableau 8 : Évolution du ratio d'équité au cours des dernières décennies.....	24
Tableau 9 : Croissance projetée de la rémunération moyenne des chefs d'entreprise.....	25
Tableau 10 : Propositions d'actionnaires québécoises ayant reçu 50 % et plus d'appuis.....	26
Tableau 11 : Croissance du ratio d'équité et du salaire minimum.....	29
Tableau 12 : L'avoir des plus riches (10 %) dans quelques pays.....	30
Figure 1 : Conseil d'administration créateurs de valeur collective et d'harmonisation des intérêts des parties prenantes.....	31

AU-DELÀ DU RATIO D'ÉQUITÉ

RÉSUMÉ

En septembre dernier, la SEC publiait un document de consultation sur une proposition de méthode de calcul pour établir *le ratio d'équité* d'une entreprise soit, le rapport entre la rémunération du plus haut dirigeant et la rémunération médiane de ses employés. Si l'entrée en vigueur éventuelle aux États-Unis de l'obligation de divulguer un tel ratio est accueillie favorablement par certains, elle fait face à plusieurs oppositions notamment en regard de la difficulté de calculer la rémunération médiane ou moyenne des employés, des coûts imposés à l'industrie pour établir ce ratio et des problèmes d'interprétation que soulève un tel ratio auprès des différentes prenantes.

La préoccupation pour l'établissement d'un tel ratio et sa divulgation est indicateur d'un problème en regard des processus suivis pour la fixation de la rémunération des hauts dirigeants de nos organisations, mais également en regard de la raison d'être de nos organisations et de leur structure de gouvernance.

L'objectif de cette communication est d'effectuer un tour d'horizon des principales problématiques soulevées par la rémunération des hauts dirigeants tant dans une perspective de gouvernance que d'activisme actionnarial nord-américains et de proposer un nouveau modèle de gouvernance pour les conseils d'administration centré sur la mission de ***création de valeur collective*** qui devrait animer nos organisations ce, en prenant en considération les intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

Mots clés : Gouvernance, conseils d'administration, démocratie actionnariale, rémunération des hauts dirigeants, performance des hauts dirigeants, ratio d'équité, responsabilité sociale, maximisation de la valeur pour les actionnaires, parties prenantes, rapport intégré, propositions d'actionnaires, conseillers en rémunération.

PRÉAMBULE

D'entrée de jeu, mentionnons que notre communication utilisera comme cadre de réflexion pour expliquer les mécanismes de fixation de la rémunération des hauts dirigeants, les trois approches suivantes :

- L'approche économique qui analyse la rémunération avec une perspective de primauté des intérêts des actionnaires (chapitre 1);
- L'approche politique qui étudie le sujet en fonction des relations de pouvoir au sein des différentes instances de gouvernance : direction générale, comité de rémunération, conseil d'administration et assemblée générale annuelle (chapitre 2);
- L'approche symbolique qui fait appel à la légitimité en regard de l'ensemble des parties prenantes : actionnaires, employés et grand public (chapitre 3).

Ces trois approches complémentaires d'analyse mises de l'avant par les chercheurs Zajac¹ et Westphal ainsi que Michel Magnan et al. permettent de mieux cibler les enjeux globaux de la fixation de la rémunération des hauts dirigeants sur un plan strictement de gouvernance organisationnelle (excluant ainsi le volet des politiques fiscales), approches nous conduisant à proposer un nouveau paradigme de gouvernance axé sur la création de valeur collective à long terme en tenant compte des intérêts de l'ensemble des parties prenantes.

¹ Zajac, E.J., Westphal, J.D.1997. *Managerial incentives in organizations: economic, political and symbolic perspectives*. Zur Schapira (dir.), *Organizational decision making*, Cambridge University Press, pp. 133-157. Magnan, Michel, S.Saint-Onge, J.Craighead et L.Thorne. 1998. *La rémunération des dirigeants: un enjeu économique, politique et symbolique pour les conseils d'administration*. *Gestion*. Vol. No:3. pp. 127-134.

1 MISE EN CONTEXTE : ÉVOLUTION DE LA RÉMUNÉRATION DES HAUTS DIRIGEANTS

L'objectif de cette première partie est de présenter les faits marquants de l'évolution de la rémunération des hauts dirigeants en utilisant une perspective nord-américaine faisant appel à ses principaux déterminants factuels soit, la taille de l'organisation, sa performance et celle de ses hauts dirigeants. Nous procéderons à cette analyse en deux temps soit avant 1980 et après 1980, période où la croissance fut la plus importante.

1.1 AVANT LA PÉRIODE 1980

Le contexte nord-américain de l'entreprise du début du siècle dernier fut marqué par l'apparition de la catégorie des entreprises de grande taille, d'une nouvelle classe de hauts dirigeants non propriétaires de l'entreprise et d'un nouveau type d'actionnaires soit des actionnaires non gestionnaires. Pour illustrer cette transformation, mentionnons qu'entre 1895 et 1904, plus de 2 000 entreprises américaines se sont regroupées pour constituer 157 grandes entreprises. Ce paradigme de développement se distinguait du modèle de la fin du XIXe siècle caractérisé par de petites entreprises familiales où les dirigeants et les actionnaires étaient souvent les mêmes personnes.

Cette évolution conduisit Adolf Berle et Gardiner Means², à proposer une vision intégratrice de ce changement de la séparation de la propriété et du contrôle de l'entreprise, celle-ci étant définie comme la société par actions. Les jalons de la gouvernance d'aujourd'hui étaient jetés en termes notamment de la conciliation d'intérêts individuels différents des gestionnaires et des actionnaires.

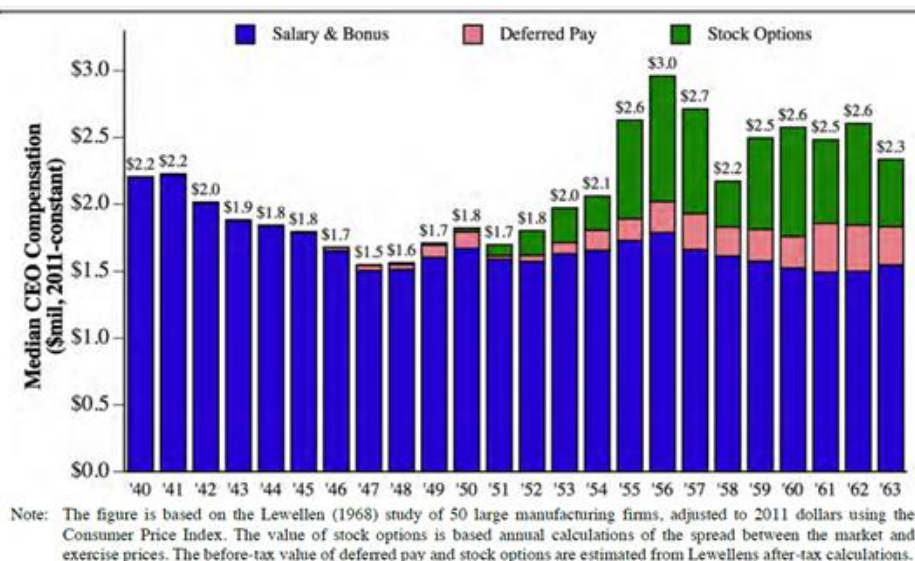
La rémunération des hauts dirigeants s'exprimait alors principalement sous la forme de salaire et de primes annuelles et celles-ci étaient liées aux profits réalisés par l'entreprise³ comme illustré dans le tableau 1 présenté à la page suivante.

² Berle A. et G. Means . 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.

³ Murphy, Kevin J.2012. *Executive Compensation: Where We are, and How We Got There*. P.50

Tableau 1

RÉMUNÉRATION MÉDIANE DES PDG AMÉRICAINS



Vers la fin des années 1920, près des deux tiers des grandes entreprises industrielles américaines offraient des programmes de primes à leurs hauts dirigeants et cette forme de rémunération représentait en 1929, 42 % de la rémunération totale qui leur était consentie.

Bien que les rémunérations étaient plutôt modestes à l'époque selon le professeur Kevin J. Murphy⁴, certaines pouvaient avoir une envergure pouvant s'apparenter à celles que nous connaissons aujourd'hui. Il cite à cet égard la rémunération du PDG de Bethlehem Steel, Eugene Grace, qui en 1929, recevait une prime de 1,6 million US \$ représentant en dollars américains 2011 une somme de plus de 20 millions US \$. Les rémunérations des hauts dirigeants ne faisaient pas l'objet à l'époque d'une divulgation individuelle, seulement quelques vagues renseignements étaient donnés sur les programmes de rémunération d'ensemble des compagnies.

La contestation d'un projet de prise de contrôle de la compagnie *Youngstown Sheet & Co.* par *Bethlehem Steel* amorça un changement important en regard de la divulgation, le président et ses quatre plus hauts dirigeants étant alors contraints de révéler leur rémunération. Des actionnaires intentèrent alors une poursuite pour réclamer le remboursement des primes versées depuis 1911 à la hauteur de 36,4 millions US \$, ceux-ci les estimant inappropriées.

⁴ Murphy, Kevin. J. 2012. *Executive Compensation: Where We are, and How We Got There*. P.43. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679&rec=1&srcabs=2309117&alg=1&pos=2

La compagnie American Tobacco fit également l'objet d'une poursuite de même nature par ses actionnaires.

Le contexte économique américain étant alors celui de la Grande Dépression, la divulgation de ces informations souleva l'ire de la population et conduisit les élus à adopter une politique de divulgation en regard de la rémunération de la haute direction des entreprises. Ainsi, en 1933, la *Federal Trade Commission* demanda à plus de 2 000 entreprises ayant une capitalisation supérieure 1 million US \$, de divulguer des informations plus précises sur la rémunération de ses hauts dirigeants. En 1934, la *Securities Exchange Commission* (SEC) alors nouvellement créée, adopta des règles permanentes en regard de la divulgation de la rémunération totale des trois plus hauts dirigeants des organisations assorties de la sanction d'être exclues de la bourse si celles-ci ne se conformaient pas avant juin 1935.

Il est intéressant de noter qu'une telle réglementation fit l'objet de contestations de certains dirigeants, ceux-ci défendant l'idée qu'une telle information aurait un impact négatif sur le moral des employés et pourrait être nuisible au meilleur intérêt de l'entreprise et des actionnaires.

Jusqu'à la fin des années 1970, la rémunération était principalement liée à la taille de l'organisation exprimée en termes de revenus. Les dirigeants recevant les rémunérations les plus élevées se retrouvaient alors dans l'industrie de l'automobile, de l'acier et du pétrole. Cette formule d'évaluation de la performance et de fixation de la rémunération invita les PDG à privilégier des stratégies de fusion, d'acquisition et de diversification et à adopter, selon Kevin Murphy, collègue de Jensen, un comportement bureaucratique : « *In most publicly held companies, the compensation of top executives is virtually independent of performance. On average, corporate America pays its most important leaders like bureaucrats. Is it any wonder that so many CEOs act like bureaucrats rather than the value-maximisation entrepreneurs companies need*⁵ ».

Les conseils d'administration étaient composés majoritairement d'administrateurs non indépendants ou contrôlés par eux. Ils n'avaient aucune raison de faire appel à de nouvelles structures de rémunération, les attentes des actionnaires étant respectées. Terminons cette revue en mentionnant qu'à l'époque, la littérature académique traitait de la rémunération des hauts dirigeants sous forme principalement de salaire et considérait les rémunérations

⁵ Murphy, Kevin J. 2012. *Executive Compensation: Where We are, and How We Got There.* http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679

incitatives avec beaucoup de prudence. « *In mid-twentieth-century business articles and textbooks, one finds references to executive “salaries”; mention of incentives (in cash, stock, or options) is an exception. As a management professor stated in 1951, “It is usually unwise to have a large proportion of executive pay consist of incentives.”*⁶ ».

1.2 LES ANNÉES 1980 ET SUBSÉQUENTES

Le fer de lance d'une nouvelle approche en matière de fixation de la rémunération fut sûrement la publication de l'article de Michael C. Jensen et William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*⁷, lesquels, s'appuyant sur la théorie des intérêts divergents entre hauts dirigeants et actionnaires, prônaient la primauté des actionnaires et le recours à une nouvelle formule de rémunération des hauts dirigeants pour aligner leurs intérêts et ceux des actionnaires soit, une rémunération incitative basée sur le cours de l'action. Pour ces derniers, les gestionnaires des années précédentes étaient, comme mentionné précédemment, des bureaucrates qui se devaient d'être redynamisés par de nouvelles formules incitatives.

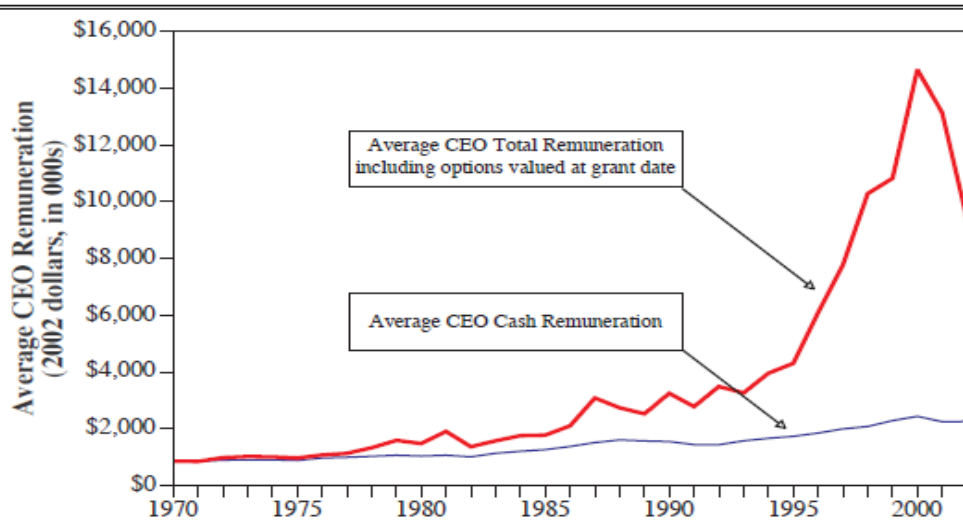
Cette recommandation fit son chemin et devint la formule de rémunération la plus généralisée pour reconnaître la performance des hauts dirigeants à compter de la fin des années 1980 et du début des années 1990. Nous présentons à la page suivante deux tableaux, l'un décrivant le contexte américain et l'autre le contexte canadien au cours des décennies, permettant d'illustrer l'évolution de la rémunération pour les hauts dirigeants de sociétés cotées en bourse. Un élément important de cette évolution est le poids relatif de la rémunération variable dans la composition de la rémunération tant aux États-Unis qu'au Canada. Cette nouvelle orientation couplée à un marché des actions vigoureux entraîna une augmentation importante de la rémunération des hauts dirigeants soulevant des préoccupations tant auprès du gouvernement américain que de son principal régulateur en matière de gouvernance et de sociétés cotées en bourse.

⁶Lorsch, J. et R. Khurana. 2010. *The Pay Problem*. Mai-Juin 2010. Harvard Magazine. <http://harvardmagazine.com/2010/05/the-pay-problem>

⁷Jensen, Michael C. et William H. Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. <http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>

Tableau 2⁸

Figure 1 Average Cash and Total Remuneration for CEOs in S&P 500 Firms, 1970-2002



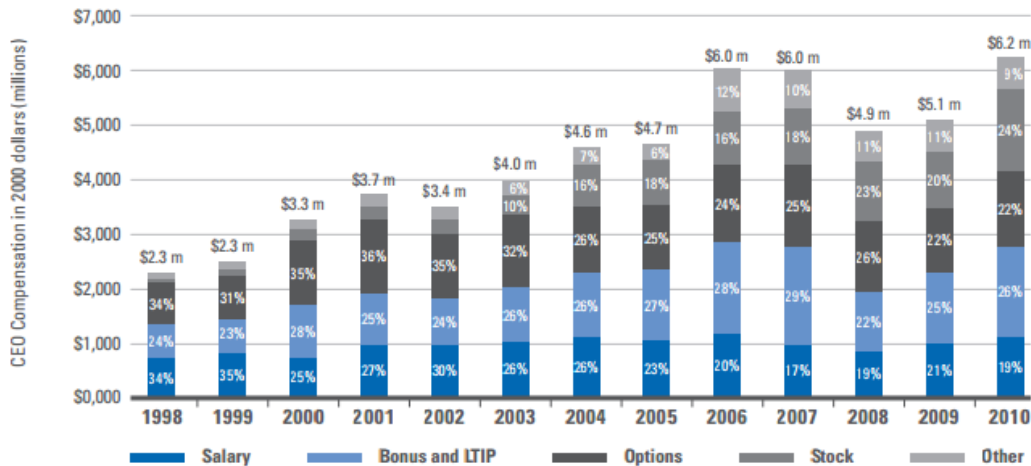
Note: Sample is based on all CEOs included in the S&P 500, using data from Forbes and ExecuComp. CEO total pay includes cash pay, restricted stock, payouts from long-term pay programs and the value of stock options granted using ExecuComp's modified Black-Scholes approach. (Total pay prior to 1978 excludes option grants, while total pay between 1978 and 1991 is computed using the amounts realized from exercising stock options during the year, rather than grant-date values.)

Tableau 3⁹

Level and Structure of CEO Compensation for TSX 60 Companies (1998-2010)

(Median and constant 2000s)

SOURCE: COMPILATION BY IGOPP BASED ON MANAGEMENT INFORMATION CIRCULARS FROM SEDAR, 2011



⁸ Jensen C. Michael et al. 2004. *Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them*. P.25

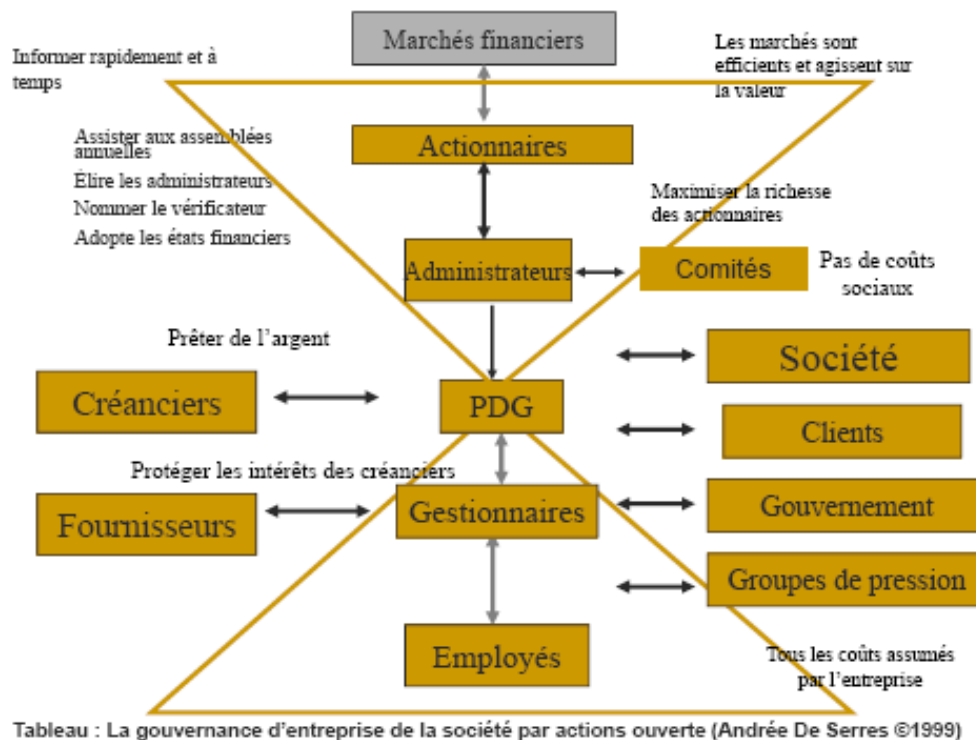
⁹ Allaire, Yvan. 2012. *Pay for Value: Cutting the Gordian Knot of Executive Compensation*. P.22

La SEC adopta ainsi en 1992 de nouvelles règles de divulgation concernant la rémunération des hauts dirigeants soit : la présentation d'un tableau récapitulatif des rémunérations des plus hauts dirigeants sur une période de trois ans, des tableaux sur les options d'achat d'actions octroyées, accumulées et exercées par ces derniers et un graphique montrant l'évolution de la valeur du prix de l'action de l'entreprise et d'organisations similaires au cours des cinq années précédentes ainsi que la rémunération des dirigeants, permettant de vérifier le lien existant entre ces variables. Le recours à tels graphiques par le régulateur confortait alors la théorie du lien entre la performance d'un dirigeant et la performance de l'organisation sous l'angle de la valeur de l'action. Notons qu'au Canada, la divulgation obligatoire de l'information sur la rémunération des hauts dirigeants ne fut amorcée qu'en 1997.

1.3 CONCLUSION

Cette mise en contexte de l'évolution de la structure de la rémunération des hauts dirigeants aura permis de constater que celle-ci repose sur l'interaction de plusieurs intervenants comme le montre le tableau suivant.

Tableau 4¹⁰



¹⁰ De Serres, Andrée.1999. *La gouvernance d'entreprise de la société par actions ouverte*.

Elle aura également permis d'entrevoir jusqu'à quel point les systèmes de rémunération reflètent les valeurs d'une organisation, voire de la société dans son ensemble, et colorent les relations qu'une organisation nourrit avec ses différentes parties prenantes.

Nous nous concentrerons au cours des deux prochains chapitres sur les grandes interactions suivantes :

- Le conseil d'administration et la haute direction;
- Le conseil d'administration et les actionnaires en scrutant cette relation avec l'angle du vote consultatif et des propositions d'actionnaires.

2 GOUVERNANCE, CONSEIL D'ADMINISTRATION ET RÉMUNÉRATION

Le mandat des conseils d'administration est d'exercer un rôle de surveillance et de pilotage dans le but ultime de maximiser la valeur de l'entreprise, cette valeur étant généralement associée dans le contexte nord-américain à la maximisation de la valeur pour les actionnaires.

L'objectif de ce deuxième chapitre est donc d'analyser le rôle des conseils d'administration et des comités de rémunération dans ce domaine en traitant notamment des points suivants :

- La composition du conseil et des comités;
- Les indicateurs utilisés pour évaluer la performance des hauts dirigeants;
- L'outil de balisage permettant une comparaison de la rémunération avec des pairs et la rémunération des conseillers en rémunération, nommé balisage horizontal.

2.1 COMPOSITION DES CONSEILS D'ADMINISTRATION ET DES COMITÉS DE RÉMUNÉRATION

Quelques observateurs de la gouvernance et activistes privilégiant cette question dans leur dépôt de propositions d'actionnaires ont fait ressortir certains enjeux. Nous ferons le tour d'horizon de certains d'entre eux qui nous semblent préoccupants.

- La taille du conseil d'administration
- La cumul de postes d'administrateurs
- Le cumul des fonctions de PDG et de président du conseil d'administration
- La nomination des membres du conseil au cours du mandat du PDG
- La présence majoritaire PDG au sein du conseil d'administration.

2.1.1 La taille du conseil d'administration

Selon les recherches de John Core, Robert Holthausen et David Larcker¹¹, la rémunération des PDG est plus élevée lorsque les conseils sont de grande taille et la sensibilité à la performance plus faible selon le chercheur David Yermack¹². Une revue des propositions d'actionnaires canadiennes¹³ traitant de cette problématique offre quelques explications

¹¹ John E. Core, Robert W. Holthausen et David F. Larcker. 1999. *Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance*. Journal of Financial Economics 51 (1999). pp. 372-373

¹² David Yermack. 1996. *Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors*. Journal of Financial Economics 40 (1996): p.205.

¹³ <http://www.share.ca/shareholderdb/>

méritant mention. Un conseil d'administration avec un nombre élevé d'administrateurs pourrait conduire certains d'entre eux à être moins rigoureux dans l'analyse de leurs dossiers ou à participer moins activement aux discussions notamment celles de la rémunération, ceux-ci comptant sur les administrateurs spécialistes du domaine pour soulever les questions pertinentes. L'orchestration d'une contestation de certaines orientations de la haute direction pourrait être également plus difficile au sein des conseils d'administration de grande taille en raison du nombre important d'administrateurs à rallier par l'administrateur dissident. Il est donc permis de penser que l'ascendant ou le pouvoir du PDG et de son équipe de direction est plus fort dans ces circonstances et peut conduire à un endossement plutôt facile par le conseil et le comité de rémunération des recommandations des hauts dirigeants en regard de leurs rémunérations.

2.1.2 Le cumul de postes d'administrateurs

Quelques propositions d'actionnaires au Canada ont soulevé la problématique de l'efficacité des administrateurs siégeant à plus de trois conseils d'administration d'envergure, ceux-ci pouvant disposer de moins de temps pour étudier avec rigueur leur dossier et soulever les enjeux. L'étude de John Core, Robert Holthausen et David Larcker montre que, toutes choses étant égales par ailleurs, l'ascendant du PDG s'accroît lorsque de tels administrateurs sont présents et que la rémunération des PDG y serait importante.

2.1.3 Le cumul des fonctions de PDG et de président de conseil

Une telle situation donne un pouvoir important à une même personne et soulève plusieurs interrogations quant à la capacité du conseil d'exercer sa fonction de surveillance. En matière de fixation de rémunération, cette situation pourrait avoir une influence sur la rémunération du PDG, celle-ci ayant tendance à être plus élevée au sein de telles entreprises¹⁴.

2.1.4 La nomination des membres du conseil au cours du mandat du PDG

Les travaux de John Core, Robert Holthausen et David Larcker ont montré que les administrateurs nommés au cours du mandat d'un PDG favoriseraient des parachutes dorés

¹⁴ Richard Cyert, Sok-Hyon Kang et Praveen Kumar. 2002. *Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence*. Management Science 48 (2002): pp.453-469; James Wade, Charles A. O'Reilly III et Ike Chandratat.1990. *Golden Parachutes, CEO's, and The Exercise of Social Influence*. Administrative Science Quarterly 35 (1990):pp. 592-593; Martin Conyon et Kevin Murphy, *The Prince and The Pauper? CEO Pay in the U.S. and the U.K.* Economic Journal 110 (2000): pp.640-671; John E. Core, Robert W. Holthausen, and David F. Larcker. 1999.*Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance*. Journal of Financial Economics 51 (1999):pp. 371-406.

plus substantiels, lorsque confrontés à une telle décision pour le PDG concerné.¹⁵ Une autre étude conduit à penser que si la présidence du comité de rémunération est assumée par un membre du conseil nommé au cours du terme du PDG sujet à évaluation, la rémunération de tels PDG pourrait être plus élevée¹⁶.

2.1.5 La présence majoritaire de PDG au sein du conseil d'administration

Des actionnaires québécois ont également soulevé par des propositions d'actionnaire la problématique de la présence majoritaire de PDG au sein du conseil d'administration. Il est permis de penser qu'une telle situation pourrait conduire certains membres de conseils d'administration PDG siégeant à des comités de rémunération de favoriser des hausses complaisantes de rémunération pour le PDG, sachant qu'avec la formule de balisage horizontal de la rémunération avec d'autres PDG, cette hausse pourrait avoir un impact sur leur propre rémunération.

Ces différentes situations montrent que la composition du conseil d'administration et des comités de rémunération peuvent avoir une incidence sur la hausse des rémunérations entraînée par des facteurs autres que la performance des hauts dirigeants.

2.2 LES INDICATEURS DE PERFORMANCE

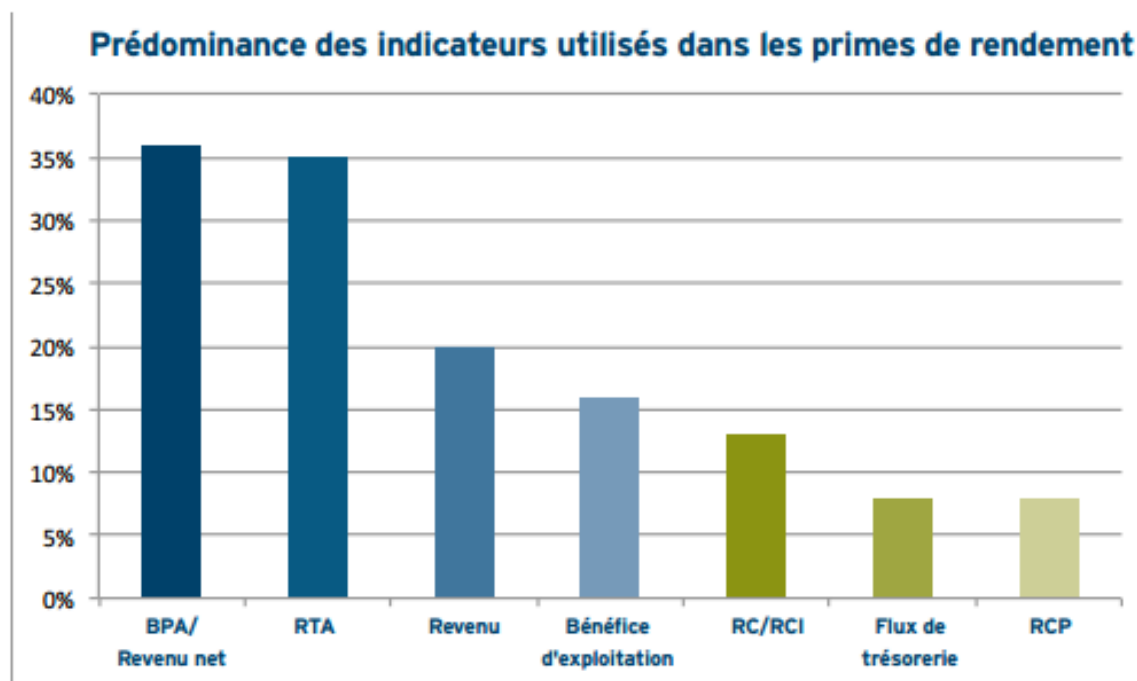
La primauté de la maximisation de la valeur pour l'actionnaire a conduit la majorité des comités de rémunération à retenir presque exclusivement des indicateurs financiers pour évaluer la performance des dirigeants (voir tableau page suivante¹⁷), à accorder un poids important à la rémunération variable dans la structure de rémunération des hauts dirigeants et à utiliser les régimes d'option d'achat d'actions ou toute autre rémunération à base d'actions.

¹⁵ John E. Core, Robert W. Holthausen, et David F. Larcker. 1999. *Corporate Governance, Chief Executive Compensation, and Firm Performance*. *Journal of Financial Economics* 51 (1999):pp. 372-373; Richard Cyert, Sok-Hyon Kang, et Praveen Kumar. 2002. *Corporate Governance, Takeovers, and Top-Management Compensation: Theory and Evidence*. *Management Science* 48 (2002):pp. 453-469.

¹⁶ Brian G. Main, Charles A. O'Reilly III, et James Wade. 1995. *The CEO, the Board of Directors, and Executive Compensation: Economic and Psychological Perspectives*. *Industrial and Corporate Change* 11 (1995):pp. 293-332.

¹⁷ Placements NEI. *Une crise, quelle crise*. http://www.neiinvestments.com/sites/fr-CA/Documents/Research/Exec_Comp_French_Final.pdf

Tableau 5



Source: Equilar, Performance Share Usage among S&P 1500 CEOs Continue to Grow, Redwood City: Equilar, 2012.

Cette orientation a sûrement contribué à une hausse sans cesse croissante des rémunérations dans un marché boursier haussier. De plus, une telle orientation soulève la question de la pertinence de l'utilisation de ces indicateurs, celle-ci étant fondée sur l'hypothèse que les hauts dirigeants puissent avoir un impact sur l'évolution du cours de l'action. Or, une étude des professeurs Michel Magnan et Sylvie St-Onge montre que, entre 1998 et 2008, 90 % de l'évolution de la cote boursière des cinq grandes banques canadiennes s'explique par des caractéristiques du secteur bancaire, comme des taux d'intérêt et un contexte macroéconomique favorable. En d'autres mots, au cours de cette décennie, moins de 10 % des différences dans la performance boursière de ces banques peuvent être expliquée par des facteurs propres à chacune d'elles, dont les décisions et les initiatives du P.D.G. en place, mais aussi par une foule d'autres facteurs, comme le personnel, leur clientèle, la localisation de leurs places d'affaires ou leur « mixte » d'affaires¹⁸. Enfin, il est permis de s'interroger sur la nécessité d'un tel poids de la rémunération variable qui favorise une prise de risque excessive et qui fut proposée par plusieurs comme l'un des facteurs explicatifs de la dernière crise financière : « *Risk-taking incentives provided by incentive compensation arrangements*

¹⁸ Magnan, M. et Sylvie Saint-Onge. *La rémunération des dirigeants - Mythes et recommandations*. Gestion, Volume 33/numéro 3, Automne 2008

in the financial industry were a contribution factor to the financial crisis that began in 2007¹⁹ ».

2.3 L'OUTIL DE BALISAGE PERMETTANT UNE COMPARAISON DE LA RÉMUNÉRATION AVEC LES PAIRS

Il faut remonter aux origines de cette pratique pour bien comprendre son impact. Selon un historique tracé par Charles M. Elson and Craig K. Ferrere²⁰, l'origine de cette méthode de fixation de la rémunération est le système Hay (*Hay Point System*), développé par des conseillers en ressources humaines américains vers la fin des années 1940 pour permettre l'évaluation des fonctions au sein des organisations, les classer hiérarchiquement et les comparer à d'autres fonctions similaires dans d'autres organisations. Ce système appuyait la conception qui prenait alors forme que les gestionnaires et les hauts dirigeants participaient à un marché global des talents. Les organisations furent alors invitées par ces conseillers à échanger leurs données de rémunérations afin de s'assurer d'être concurrentielles. Il est toutefois intéressant de noter que ce système à l'origine avait comme objectif de comparer des fonctions et non des individus. Ce système donna naissance au balisage horizontal de la rémunération pour les hauts dirigeants qui est aujourd'hui généralement utilisé par les grandes compagnies américaines, canadiennes et québécoises.

Un tel système a contribué et continue de contribuer à la croissance constante de la rémunération des hauts dirigeants notamment pour les raisons suivantes :

- Les compagnies formant le bassin de comparaison sont souvent choisies directement ou indirectement par les hauts dirigeants qui ont tendance à retenir celles qui offrent des rémunérations plus élevées en dépit du caractère plus ou moins comparable de leur taille, de leur envergure et de la performance de l'entreprise et de ses dirigeants, ce

¹⁹ Board Of Governors of the Federal Reserve System. *Incentive Compensation Practices: A report on the Horizontal Review of Practices at Large Banking Institutions*. Octobre 2011. P.1. <http://www.federalreserve.gov/publications/other-reports/files/incentive-compensation-practices-report-201110.pdf>

²⁰ Charles M. Elson et Craig K. Ferrere. 2013. *Executive Superstars, Peer Groups and Overcompensation: Cause, Effect and Solution*. Forthcoming, Journal of Corporation Law, Printemps 2013. P. 11. <http://sites.udel.edu/wccg/files/2012/10/Executive-Superstars-Peer-Groups-and-Over-Compensation-10-10.pdf>

particulièrement où le PDG et les hauts dirigeants ont une emprise inappropriée sur le conseil d'administration²¹;

- les membres du comité de rémunération et le conseil ont souvent tendance à évaluer au-dessus de la moyenne ses hauts dirigeants, ayant la perception ou la confiance qu'ils comptent sur la meilleure équipe de direction²² (l'effet Lake Wobegon²³).

Comme mentionné préalablement, cette méthode repose sur l'idée qu'il existe un marché des talents et que ces talents peuvent facilement s'expatrier pour obtenir une meilleure rémunération, ce qui invite les membres de comités de rémunération et de conseils d'administration de pays comme le Canada, à inclure, dans leur univers de comparaison, des sociétés américaines où les rémunérations sont plus élevées. Or, une telle perception ne se concrétiserait pas selon une étude du *High Pay Center*²⁴ :

Tableau 6

**Appendix:
Companies in the study**

	Number of companies in study	Internal hire	Domestic external hire (not CEO elsewhere when appointed)	Domestic external hire (CEO elsewhere when appointed)	External hire from abroad (not CEO elsewhere when appointed)	External hire from abroad (CEO elsewhere when appointed)
North America	142	124	13	5	0	0
Western Europe	153	110	16	12	11	4
China	61*	40	13	7	1	0
Japan	69	68	0	1	0	0
Rest of Asia	33	29	3	0	1	0
Eastern Europe	9	5	4	0	0	0
Latin America	13	10	2	1	0	0
Australia	9	6	0	2	1	0
Total	489	392	51	28	14	4

* Details on the career histories of 11 Chinese CEOs were unavailable

²¹ IRRC Institute, Proxy Governance. Juin 2010. P.24. http://www.irrcinstitute.org/pdf/Final-Compensation-Peer-Groups-at-Companies-with-High-Pay_June2010.pdf

²² Ezzamel, Mahmoud et Robert Watson. 1998. *Market Comparison Earnings and the Bidding-Up of Executive Cash Compensation: Evidence from the United Kingdom*, 41 ACAD. MGMT. J. 221, 221 (1998); Executive Pay: Fat Cats Feeding, *ECONOMIST* (Octobre 9, 2003) ("No selection committee wants to award their new choice less than the industry average. That will, they feel, not attract the best man to the job, and it will also suggest that their company has settled for someone less than average");

²³ Gretchen Morgenson. *Peer Pressure: Inflating Executive Pay*. N. Y. TIMES (Novembre 26, 2006).

²⁴ High Pay Center. *Global CEO appointments: A very domestic issue*.

2.4 CONCLUSION

Cette revue du rôle des conseils d'administration en matière de la fixation de la rémunération des hauts dirigeants nous permet d'attirer l'attention sur la difficulté qu'ils peuvent avoir à établir des politiques de rémunération qui :

- soient dépourvues de tout biais favorable en regard des demandes d'augmentations de rémunérations des hauts dirigeants sans lien avec les objectifs de performance qui leur sont impartis en début d'année étant donné le processus de nomination des membres du conseil d'administration ;
- tiennent compte d'indicateurs de performance tout autant financiers qu'extrafinanciers;
- assurent la poursuite d'objectifs tant à court qu'à long terme, la primauté des intérêts des actionnaires pouvant conduire à privilégier la performance à court terme;
- intègrent des valeurs d'équité en regard des employés et de l'ensemble de la société, ceux-ci utilisant peu d'outils pour prendre en considération cet enjeu.

3 LES ACTIONNAIRES ET LA RÉMUNÉRATION

Nous aborderons ce troisième chapitre sous trois aspects :

- le vote consultatif sur la rémunération des hauts dirigeants;
- le ratio d'équité;
- les propositions d'actionnaires.

Il fait suite au constat du chapitre précédent qui soulève des questions quant à la capacité des conseils d'administration d'établir des politiques de rémunération complètement indépendantes de l'influence du PDG et de ses principaux collaborateurs. Le rôle des groupes de pression axés sur la défense de dossiers de saine gouvernance et d'équité sociale et le vote consultatif sur la rémunération sont une bonne illustration des *coûts d'outrage* que doivent tenir compte les administrateurs dans leur processus de fixation de la rémunération des hauts dirigeants. Pour illustrer ce concept, nous citerons Lucian Bebchuk et Jessie Fried²⁵:

« Outrage can be costly to directors and managers in several ways. For instance, outrage may cause embarrassment or reputational harm, and it may reduce the willingness of shareholders to support incumbents in control contests. The more outrage a compensation arrangement is expected to generate, the more reluctant directors will be to approve the arrangement, and the more hesitant managers will be to propose in the first instance. Thus, whether a compensation arrangement that is favorable to executive but sub-optimal for shareholders is adopted will depend on how the arrangement is perceived by outsiders and, in particular, on how much outrage (if any) it can be expected to produce »

3.1 LE VOTE CONSULTATIF SUR LA RÉMUNÉRATION DES HAUTS DIRIGEANTS

L'indignation de plusieurs actionnaires en regard des rémunérations excessives de certains PDG a conduit à l'implantation du vote consultatif sur la rémunération des hauts dirigeants

²⁵ Bebchuk, Lucian, Jesse Fried et David Walker. 2002. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation* .p.756. <http://www.law.berkeley.edu/faculty/friedj/4.text-bebchuk.pdf>

dans plusieurs pays. On trouvera dans *La lettre de l'IFA*, novembre 2013, un portrait de la situation dans une perspective internationale²⁶.

Cette nouvelle pratique a ses opposants et ses défenseurs. Sans faire un relevé exhaustif de tous les arguments *contre*, nous citerons l'argumentaire des professeurs Yvan Allaire et Mihaela Firsirotu qui résume bien l'opposition :

« Or, la démarche de vote consultatif sur la rémunération des dirigeants manifeste une méfiance, méritée ou non, envers les conseils d'administration, un questionnement de leur légitimité. Derrière cette démarche se profile un déplacement de responsabilité pour la gouvernance des sociétés du conseil vers les actionnaires. De plus, la conséquence de cette démarche de vote consultatif est à l'effet que les conseils d'administration qui ne voudront pas risquer l'ire des actionnaires devront adopter des modes de rémunération favorables qu'aux actionnaires. Pour les gestionnaires de fonds et les investisseurs institutionnels, ceux qui détiennent la majorité des votes, cette affirmation est un truisme²⁷. »

Pour d'autres, comme le MÉDAC²⁸, organisme qui a déposé le plus de propositions d'actionnaires au Canada visant à implanter le vote consultatif sur la rémunération, cette formule aura permis, dès la première année d'implantation, de bonifier de manière importante les politiques de rémunération des grandes banques canadiennes, celles-ci ayant été les premières à offrir cette opportunité de votes à leurs actionnaires.

Cette approche à la rémunération aurait eu de plus un impact sur la croissance de la rémunération des PDG selon une étude de Ricardo Correa et Ugur Lel effectuée pour le compte du *Board of Governors of the Federal Reserve System*²⁹. Selon cette analyse, le recours au vote consultatif aurait permis de réduire la croissance de la rémunération des PDG comparativement à celle des PDG non soumis à un vote consultatif :

²⁶ Institut français des administrateurs. *Les Travaux de l'IFA. Say on Pay : Comparaisons internationales et bonnes pratiques*. Novembre 2013.P.10 et suivantes. <http://www.ifa-asso.com/files/documents/fichiers/document-594.pdf>

²⁷ Allaire, Yvan et Mihaela Firsirotu. 2013. *La vertu du juste milieu. Gouvernance et gouvernement*. Publications de l'IGOPP : p.132-133.

²⁸ Champoux-Paillé, Louise. 2010. *Rémunérer la direction : ratio d'équité et vote consultatif sur la rémunération des hauts dirigeants*. P. 17 <http://www.giref.uqam.ca/pdf/Etude-Louise%20C.-Paille-Pol.remuneration.pdf>

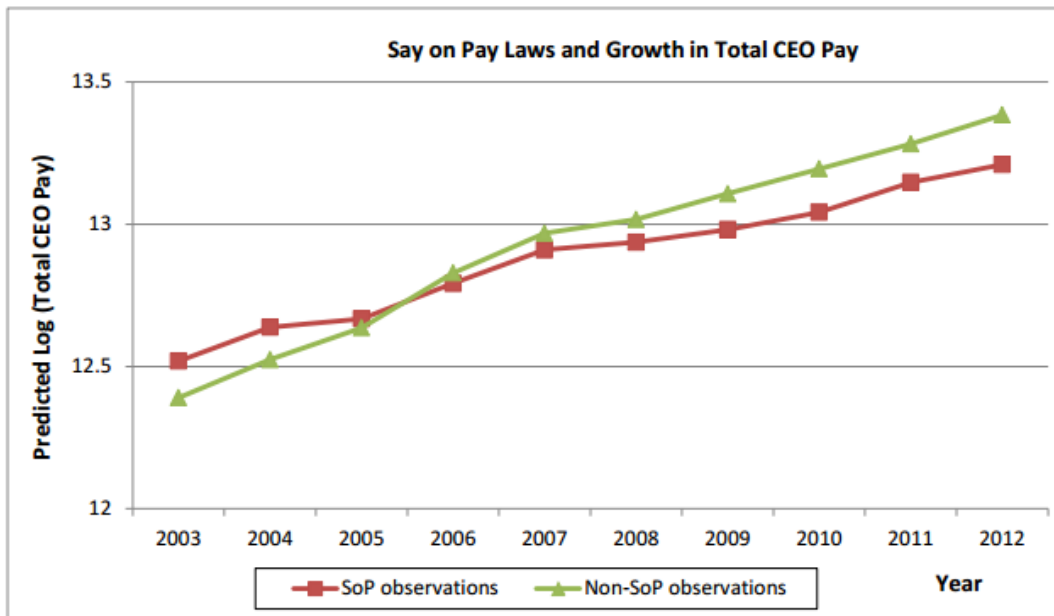
²⁹ Correa, Ricardo et Ugur Lel. 2013. *Say on Pay Laws, Executive Compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value around the World. July 2013*. <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2013/1084/ifdp1084.pdf>

« The average CEO pay declines by 6.1% for firms in countries that pass SoP laws compared to the pre-SoP period and to firms in countries that do not pass such laws. This decrease comes from the lower CEO pay growth for firms subject to SoP laws: While the average predicted CEO pay increases by 5.5% for countries that pass SoP laws during the sample period, it increases by 8.1% for the control group. We also find a higher pay for performance sensitivity for SoP countries following the enactment of the laws. These findings are consistent with the stated objectives of SoP laws. Our results show that CEO pay is lower following the passage of SoP laws for firms with greater CEO power as measured by board busyness and CEO tenure, and for firms with higher shareownership by institutional investors that are potentially passive (bank trusts, insurance companies and pension funds). »

Vous trouverez ci-dessous un tableau reflétant les conclusions de cette analyse.

Tableau 7

Vote consultatif, facteur d'encadrement de la rémunération des hauts dirigeants



3.2 RATIO D'ÉQUITÉ

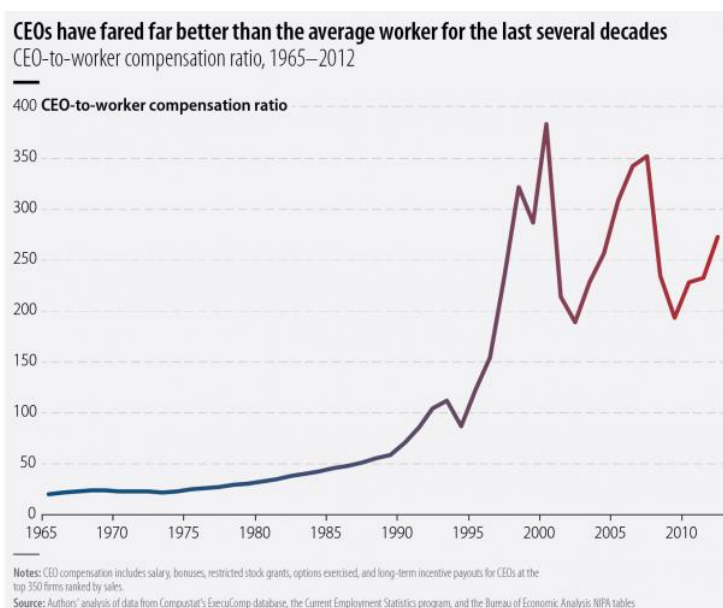
Un article de la Loi *Dodd-Frank* (Section 953 b) stipule que les compagnies américaines inscrites à la bourse devront divulguer le rapport de la rémunération totale de la rémunération de leur PDG à la rémunération médiane des employés, le tout sujet à un règlement qui a été

déposé en septembre 2013 et qui propose la méthode à suivre pour calculer cette rémunération médiane.

Depuis plusieurs années, quelques groupes de pression canadiens et américains dont le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires («MÉDAC») suggèrent aux entreprises de divulguer cette information qui pourrait permettre éventuellement d'assurer un contrepoids à l'utilisation de la méthode de balisage de la rémunération auprès de pairs et d'apprécier l'écart entre ces deux catégories de rémunération ce qui enclencherait une discussion sur cette question dans une perspective éthique et de justice sociale. Vous trouverez ci-dessous un tableau présentant l'évolution de l'écart au cours des dernières décennies.

Tableau 8

ÉVOLUTION DU RATIO D'ÉQUITÉ AU COURS DES DERNIÈRES DÉCENNIES³⁰



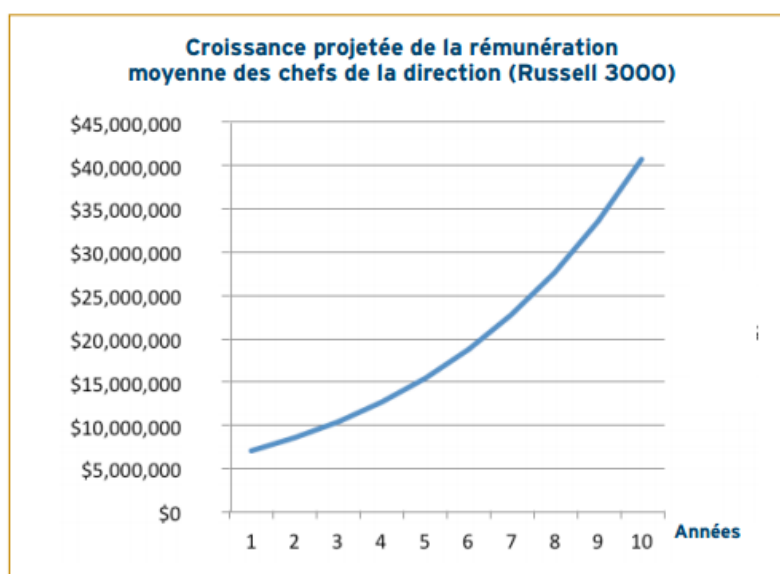
Plus récemment, Placements NEI³¹, société canadienne de fonds communs de placement proposant des fonds éthiques à sa clientèle, soulevait l'ampleur de cette problématique à long terme en faisant appel à un graphique projetant la croissance de cette rémunération au cours des quinze prochaines années, croissance s'appuyant sur l'hypothèse d'aucun changement dans sa fixation, sa structure et son encadrement.

³⁰ Economic Policy Institute. Septembre 2013. <http://www.epi.org/publication/the-ceo-to-worker-compensation-ratio-in-2012-of-273/>

³¹ Placements NEI. *Une crise, quelle crise.* P. 25. http://www.neiinvestments.com/sites/fr-CA/Documents/Research/Exec_Comp_French_Final.pdf

Tableau 9

Croissance de la rémunération moyenne des PDG d'ici les quinze prochaines années



Source: <http://www.guardian.co.uk/business/2012/may/02/american-ceos-pay-rise>

Bref, plusieurs actionnaires sont de plus en plus préoccupés par la situation et sûrement que cette indignation de plusieurs a conduit les régulateurs américains à introduire pareil concept dans la Loi Dodd-Frank.

3.3 LES PROPOSITIONS D'ACTIONNAIRES

Bien qu'il soit difficile d'identifier un lien de causalité entre le dépôt de propositions d'actionnaires et une adoption accrue de politiques de saine gouvernance, il est permis de penser à une certaine influence lorsqu'on met en relation le nombre de propositions d'actionnaires déposées par le MÉDAC auprès de grandes institutions et leur classement en matière de saine gouvernance au cours de la dernière décennie³². À titre d'exemple, mentionnons le vote consultatif sur la rémunération des hauts dirigeants, la divulgation des honoraires des conseillers en rémunération, une présence accrue féminine accrue au sein des conseils d'administration et l'implantation d'une clause de récupération de la rémunération pour cause de fraude ou de manipulation des résultats.

³² Champoux-Paillé, Louise. 2010 *Les propositions d'actionnaires: un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance*.

Tableau 10

Propositions de gouvernance ayant reçu 50 % et plus des votes depuis 2000

	Année	% obtenu	Proposeur	Organismes ciblés
Divulgence des honoraires des vérificateurs	2000	96 %, 96 %, 53 %, 53 %, 81 %, 89,1 %, 99,2 %	MÉDAC	BNC, BR, BMO, Scotia, CIBC, Laur., BCE
Divulgence simultanée de l'information à tous les actionnaires	2000	98,20 %	MÉDAC	BCE
Divulgence des honoraires des vérificateurs	2002	98 % et 100 %	Carpenters	Loblaw et DuPont
Divulgence de la valeur projetée des options d'achat consenties aux hauts dirigeants	2003	66 % et 77,36 %	Carpenters	Cameco et Petro-Canada
Rapport verbal à l'AGA	2003	83,8 %	MÉDAC	Banque Royale
Divulgence des postes d'administrateurs occupés au cours des 5 dernières années	2004	98,9 %	MEDAC	BCE
Divulgence de la valeur des régimes de retraite	2004	100 %	MÉDAC	Power Corporation
Vote pour chaque administrateur	2006	70,1 %	Jean-Claude et Nicole Casavant	Abitibi Consolidated
Divulgence d'information sur les experts en rémunération	2007	80,6 %	MÉDAC	Banque Nationale
Réaffirmer l'adhésion aux principes de saine gouvernance	2008	97,4 %	Lowell Weir	Banque Nationale
Vote consultatif sur la rémunération	2009	53,6 %, 51,6 %, 51,9 %, 54,4 %	Méritas	Banque de Montréal, Banque Scotia, CIBC, Banque Royale
Indépendance des membres du comité de rémunération et des conseillers en ressources humaines	2009	50,5 %	MÉDAC	Banque Scotia
Vote sur la politique de rémunération	2009	53,1 %, 66,7 %, 56,9 %, 52,9 %, 53,9 %, 56,9 %, 93,1 %	MÉDAC	CIBC, Banque Lau. BNC, Scotia, Banque de Montréal, Banque Royale, BCE

3.4 CONCLUSION

Le pouvoir des actionnaires préoccupés par des questions d'équité et de juste distribution des revenus au sein d'une société existe. Toutefois, leur force est insuffisante pour assurer le contre-poids nécessaire pour favoriser le changement en profondeur requis au sein des entreprises afin qu'elles regagnent la confiance des différentes parties prenantes comme créatrices de valeur à long terme pour la société.

4 REPENSER LA RAISON D'ÊTRE DES ORGANISATIONS

Cette quatrième et dernière partie soulève principalement les trois questions suivantes :

- la primauté des actionnaires et de la maximisation de la valeur pour ces derniers;
- les problèmes soulevés par les rémunérations élevées des hauts dirigeants et les inégalités sociales qui s'ensuivent : destruction de la valeur collective à long terme
- l'urgence de repenser la structure de gouvernance des entreprises cotées en bourse.

4.1 LA PRIMAUTÉ DES ACTIONNAIRES ET DE LA MAXIMISATION DE LA VALEUR POUR CES DERNIERS

Dans son livre intitulé *The History of Corporate Governance*³³, le professeur Brian R. Cheffins fait remonter l'origine des organisations, le concept de la gouvernance et les conseils d'administration à la création des premières compagnies à charte nord-américaine, dont notamment la *Hudson's Bay*, première compagnie canadienne. Il vaut ici la peine de préciser que cette dernière entreprise recevait sa charte en 1670 non pas pour maximiser la valeur pour les actionnaires, mais aux fins d'opérations commerciales et de colonisation dans la région de la Baie d'Hudson en Amérique du Nord et d'exploration du passage du Nord-Ouest vers l'Asie. Le concept de la primauté des actionnaires et de la maximisation de la valeur ne semble pas avoir été la toile de fond de la création des entreprises.

Selon les recherches effectuées par Placements NEI dans le cadre de sa réflexion intitulée *Une crise, quelle crise*, le concept de la primauté des actionnaires est considéré généralement:

« comme prenant appui sur une seule opinion judiciaire se trouvant dans la décision de la Cour suprême du Michigan rendue en 1919 dans l'affaire Dodge c. Ford Motor Company. Dans cette cause, les frères Dodge ont intenté un procès contre Henry Ford qui refusait de verser un dividende aux actionnaires minoritaires. Les frères Dodge voulaient utiliser ce versement pour intensifier les activités de leur entreprise, en concurrence avec celle de Ford, et Ford le savait. Pour sa défense, ce dernier affirmait vouloir conserver le dividende dans le but d'offrir des prix plus bas aux consommateurs et de meilleurs salaires à ses employés. La décision du tribunal a

³³ Cheffins, Brian E. 2012. *The History of Corporate Governance*. Working Paper N°.184/2012 January 2012 P.1 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404

favorisé les frères. Le tribunal, dans sa décision désormais célèbre, affirmait : « Il ne devrait pas y avoir de confusion... une société par actions est organisée d'abord et avant tout pour le profit des actionnaires. Les pouvoirs des administrateurs doivent être utilisés à cette fin³⁴. »

Cette primauté des actionnaires et de la maximisation de leur richesse à court terme a conduit, comme discuté préalablement dans notre document, à des dérives sur le plan de la fixation de la rémunération des hauts dirigeants, système de rémunération qui fit l'objet de vives critiques de la *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) dans son rapport intitulé de *The Financial Crisis Inquiry Report*³⁵ : «*Compensation systems- designed in an environment of cheap money, intense competition, and light regulation – too often rewarded the quick deal, the short-term gain – without consideration of long term consequences. Often, those systems encouraged the big bet – where the pay off on the up side could be huge and the downside limited. This was the case up and down line- the line - from the corporate boardroom to the mortgage broker on the street*».

Cette théorie de la primauté des actionnaires fait aujourd'hui l'objet d'une opposition plus ferme avec la chercheuse émérite en gouvernance d'entreprise de l'Université Cornell, Lynn E. Stout et son livre intitulé *The Shareholder Myth Value*³⁶. Pour cette dernière, les actionnaires ne sont pas propriétaires de l'entreprise et n'exercent aucun contrôle sur les actifs de l'entreprise, leur influence s'effectuant par le truchement de prises de position (propositions d'actionnaires) ou l'élection des administrateurs.

Notons que cette pensée sur la *non-primauté des actionnaires* est également partagée par d'autres professeurs et penseurs notamment Roger Martin, doyen de la Rotman School of Management de 1998 à 2013 et Jay W. Lorsch, professeur à la Harvard Business School.

Il serait faux de prétendre que la non-primauté des actionnaires est la théorie dominante au sein de nos organisations. Toutefois, une nouvelle vision du rôle des conseils se développe qui peut se résumer dans cette citation des professeurs Allaire et Firsirotu³⁷ : «*L'entreprise*

³⁴ Placements NEI. Une Crise, quelle crise. P. 11 http://www.neiinvestments.com/sites/fr-CA/Documents/Research/Exec_Comp_French_Final.pdf

³⁵ Financial Crisis Inquiry Commission. http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf

³⁶ STOUT, Lynn. E. The Shareholder Value Myth. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/06/26/the-shareholder-value-myth/>

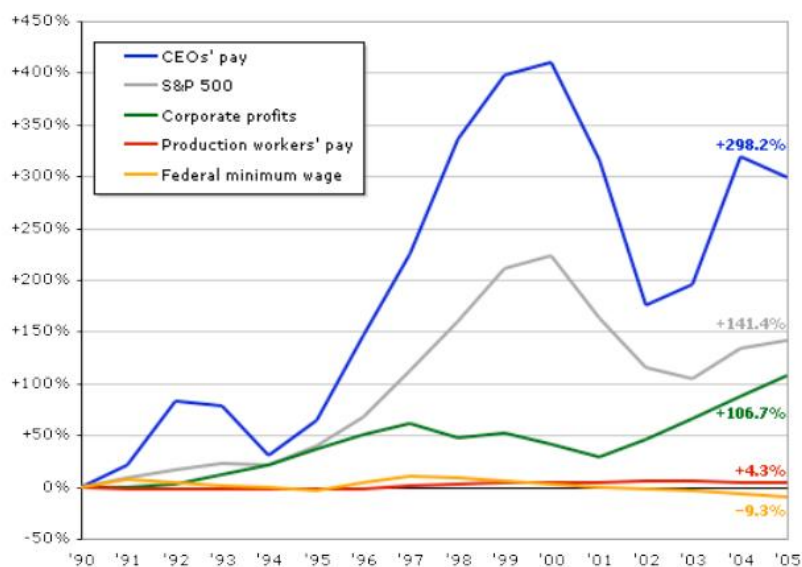
³⁷ Allaire, Yvan et Mihaela Firsirotu. 2013. *La vertu du juste milieu* : p.267

privée se doit de produire une valeur économique durable... Or cette création de valeur économique durable n'est pas synonyme de maximisation du profit à court terme pour les actionnaires...pour obtenir un excellent score, celle-ci doit faire appel au talent et à la passion de tout son personnel, ainsi que se bâtir une bonne réputation comme employeur, comme fournisseur de biens et de services, comme acheteur, comme citoyen de régions et pays où elle opère... La création durable de valeur économique repose sur une performance impeccable et soutenue sur toutes ces dimensions. Cela devrait être la responsabilité première du conseil d'administration.»

4.2 INÉGALITÉS SOCIALES

Nous illustrerons cette problématique en présentant le tableau suivant qui trace l'évolution du ratio d'équité au cours des vingt dernières années aux États-Unis.

Tableau 11 : Croissance du ratio d'équité et du salaire minimum³⁸



Ce tableau reflète bien l'enjeu d'équité sociale auquel nous sommes confrontés et qui se doit d'être adressé rapidement si nous ne souhaitons pas gérer les conflits de classe qui peuvent en découler. Notons que cette concentration de revenus n'est pas le propre des États-Unis comme le montre ce tableau (page suivante) compilé en 2000 par le *World Institute for Development Economics Research*.

³⁸ Executive Excess 2006, the 13th Annual CEO Compensation Survey from the Institute for Policy Studies and United for a Fair Economy

Tableau 12³⁹ : L'avoir des 10 % les plus riches dans certains pays

	wealth owned by top 10%
Switzerland	71.3%
United States	69.8%
Denmark	65.0%
France	61.0%
Sweden	58.6%
UK	56.0%
Canada	53.0%
Norway	50.5%
Germany	44.4%
Finland	42.3%

4.3 NOUVEAU PARADIGME DE GOUVERNANCE SUGGÉRÉ

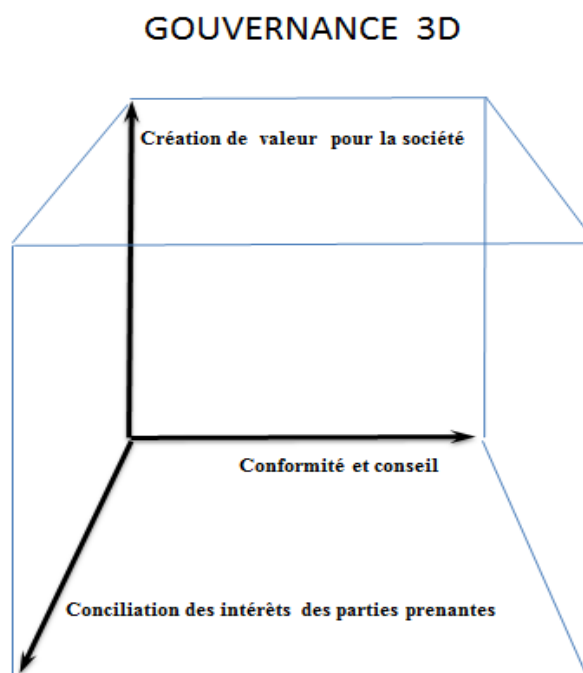
Ce nouveau s'appuie sur les trois grands axes suivants :

- le rôle traditionnel de conformité, de surveillance et de conseil auprès des hauts dirigeants que doivent exercer les conseils d'administration;
- le rôle d'écoute des parties prenantes et de conciliation de leurs intérêts de manière à assurer la réalisation de la véritable mission de l'entreprise, la maximisation des intérêts de l'ensemble des parties prenantes;
- le rôle de création de valeur durable pour les actionnaires et la société dans son ensemble en introduisant, dans les règlements internes de ce nouveau type d'entreprise que nous nommerons *entreprise hybride*, l'engagement ferme et continu de poursuivre une mission tout autant de maximisation de la valeur à long terme pour les actionnaires que d'amélioration des conditions économiques, environnementales et sociales pour un bénéficiaire en particulier (ex : les personnes vivant de l'aide sociale) ou un objet particulier (qualité de l'air, qualité de l'eau, etc.).

³⁹ Dumhoff, William G. *Who Rules America*. <http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/power/wealth.html>

Ce nouveau concept peut s'illustrer par ce graphique à trois dimensions que nous nommerons aux fins de ce travail de *Gouvernance créatrice de valeur collective et d'harmonisation des différentes parties prenantes*.

Figure 1 : Gouvernance créatrice de valeur collective et d'harmonisation des intérêts des différentes parties prenantes



Cette nouvelle catégorie *d'entreprise hybride* se distingue ainsi des sociétés par actions traditionnelles qui peuvent, de temps à autre, faire des dons à des organismes à but non lucratif sans pour autant procéder à un engagement ferme à long terme. Elle se distingue de plus par le fait que cet engagement à long terme aurait fait l'objet d'un vote majoritaire de plus des 2/3 des actionnaires reconnaissant l'ajout d'une mission sociale à l'organisation. Elle aurait pour avantage d'aligner les intérêts des actionnaires, des dirigeants et des membres du conseil d'administration dans la même direction, soit la création de valeur à long terme pour les actionnaires en tenant des objectifs sociétaux décrits et précisés dans les règlements internes. L'approche suggérée s'inscrit donc dans la perspective développée par Jensen en regard de ce qu'il nomme *Enlightened Value Maximization* : « *This also means, for example, that we must give employees and managers a structure that will help them resist the temptation to maximize short term financial performance (usually profits, or sometimes even*

more silly, earnings per share) of the organizations. Such short term profit maximisation is a sure way to destroy value. This is where enlightened stakeholder theory can play an important role. We can learn from the stakeholder theorists how to lead managers and participants in an organization to think more generally about how the organization's policies treat all important constituencies of the firm. This includes not only financial markets, but also employees, customers, suppliers, communities in which we exist and so on⁴⁰».

Cet engagement ferme à une mission sociale dûment pris par l'ensemble des actionnaires permettrait à la haute direction et au conseil d'administration de simplifier les arbitrages soulevés par la poursuite de deux missions en les légitimant selon l'importance souhaitée et précisée dans le règlement interne. À l'instar de la mission économique dotée de mesures permettant de vérifier l'atteinte des objectifs pour la direction, cette mission sociale et les objectifs qui la sous-tendent devraient être mesurables et faire l'objet de contrôle interne afin de vérifier leur atteinte par l'ensemble de l'organisation.

Cette nouvelle raison d'être des organisations pourrait se décliner au niveau de la rémunération de ses hauts dirigeants par une politique de rémunération faisant appel à des indicateurs de performance tout autant financiers qu'extrafinanciers, par l'inclusion du ratio d'équité comme critère de fixation de la rémunération de ses hauts dirigeants permettant de relativiser le recours au balisage horizontal de la rémunération des hauts dirigeants en fonction du « *Peers Group Concept* », par une structure de rémunération avec une portion plus faible de rémunération variable (exemple : deux fois le salaire fixe) et par l'abandon des options d'achat d'actions.

La structure du conseil d'administration devrait être revue de manière à y introduire un comité permanent de *dialogue et de création de valeurs pour l'ensemble des parties prenantes*. Ce comité du conseil aurait pour mission de favoriser le dialogue et d'harmoniser les intérêts des différentes parties prenantes, de proposer une stratégie d'investissement pour la création de valeur collective et d'en rendre compte annuellement à l'assemblée annuelle après avoir établi un mécanisme pour évaluer concrètement les retombées de *l'investissement social*.

Cette reddition de compte devrait prendre la forme préconisée par le *Global Reporting Initiative* permettant de mieux apprécier la performance de l'organisation sous tous ces angles

⁴⁰ Jensen, Michael C. 2000. *Value Maximization and the Corporate Objective Function*. http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/00-058_f2896ba9-f272-40ca-aa8d-a7645f43a3a9.pdf p.14

ainsi que le respect de valeurs de continuité, d'équité, d'équilibre des intérêts et de transparence.

4.4 CONCLUSION

Nous sommes d'avis que le conseil d'administration est bien placé pour effectuer ces arbitrages étant donné sa connaissance de la culture de l'organisation, de ses opérations et de ses contraintes, mais également, étant donné la pression externe avec laquelle il doit composer (activistes, médias, etc.) comme nous en avons discuté dans les chapitres précédents. Cette intégration des préoccupations de l'ensemble des parties prenantes dans le processus pourrait également constituer le contrepoids nécessaire pour le conseil afin d'assurer la distance nécessaire pour faire face aux pressions des gestionnaires sur certains enjeux stratégiques comme la vente de l'entreprise ou la rémunération de ses hauts dirigeants. Enfin, les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance vécus par nos organisations au cours des dernières décennies témoignent que ceux-ci ont un impact sur la valeur économique de nos organisations et qu'il est impérieux d'inclure dans la finalité de la gouvernance de nos organisations, la considération des intérêts de l'ensemble des parties prenantes dans le processus décisionnel et la poursuite de la maximisation de la *valeur intégrale* faisant référence tout autant à la création de valeur à long terme pour les actionnaires qu'à la création d'une valeur collective durable.

5 CONCLUSION

L'objectif de ce document visait, à partir d'une réflexion sur les enjeux actuels de la rémunération des hauts dirigeants, de dégager une nouvelle vision du rôle des conseils d'administration et des organisations de manière à ce qu'ils créent une valeur saine et durable pour la société dans son ensemble. Tout en se référant à certains textes fondateurs portant sur la théorie de la firme, la gouvernance et le processus de détermination de la rémunération des hauts dirigeants, cette réflexion est alimentée d'une vigie électronique quotidienne de près d'une dizaine d'années de documents et d'articles de journaux couvrant le monde des affaires québécois, canadien, américain et européen. Elle est également le fruit d'une analyse de l'évolution de la gouvernance des grandes entreprises nord-américaines nourrie par de nombreuses participations à des colloques et à des assemblées annuelles d'actionnaires ainsi que par des recherches aux fins de préparation de conférences ou d'enseignement.

6 BIBLIOGRAPHIE ET WEBOGRAPHIE

Allaire, Yvan. 2012. *Pay for Value: Cutting the Gordian Knot of Executive Compensation*.

http://igopp.org/IMG/pdf/pp_payforvalue_allaire_en_v4.pdf

Allaire, Yvan et Mihæla Firsirotu. 2013. *La vertu du juste milieu. Gouvernance et Gouvernement*. Publications de l'IGOPP. 277 p.

Bebchuk, Lucian, Jesse M. Fried et David Walker. 2002. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*: pp.751-846.

<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2002.Bebchuk.Fried.Walker.ChicLR.Managerial.Power.pdf>

Berle Adolphe et. Gardiner A.Means, 1932. *The Modern Corporation and the Private Property*. New York, Mc Millan.

Board of Governors of the Federal Reserve System. Octobre 2011.

Incentive Compensation Practices: A Report on the Horizontal Review of Practices at Large Banking Organizations. Octobre 2011. <http://www.federalreserve.gov/publications/other-reports/files/incentive-compensation-practices-report-201110.pdf>

Champoux-Paillé, Louise. Mai 2010. *Rémunérer la haute direction : ratio d'équité interne et vote consultatif sur la rémunération*. Mai 2010. <http://www.giref.uqam.ca/pdf/Etude-Louise%20C.-Paille-Pol.remuneration.pdf>

Champoux-Paillé, Louise. Janvier 2010. *Les propositions d'actionnaires : un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance*. <http://www.giref.uqam.ca/pdf/Etude-Louise-C.Paille-Prop.Actionnaires.pdf>

Cheffins, Brian. 2012. *The History of Corporate Governance*. *Oxford Handbook Of Corporate Governance*. Mike Wright, Donald Siegel, Kevin Keasey and Igor Filatotchev, eds., Oxford University Press, 2013. University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 54/2011, ECGI - Law Working Paper No. 184/2012

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1975404

Conyon, Martin et Kevin Murphy. 2000. *The Prince and the Pauper? CEO Pay in the US and the UK*. *Economic Journal* 110: pp.640-671

Core, John E., Robert W. Holthausen et David F. Larker. *Corporate Governance, Chief Executive Compensation and Firm Performance*. *Journal of Financial Economics* 51 (1999) : pp. 372-373

Correa, Ricardo et Ugur Lel. Juillet 2013. *Say on Pay Laws, Executive Compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value around the World*.

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2013/1084/ifdp1084.pdf>

Cyert, Richard, Sok-Hyon Kang et Praveen Kumar. 2002. *Corporate Governance, Takeovers, and Top-management Compensation : Theory and Evidence*. *Management Science* 48 : pp. 453-469

De Serres, Andrée. 2006. *Le cadre légal et institutionnel de la responsabilité sociale des banques est-il créateur de valeur financière?*

http://www.giref.ugam.ca/acfas06/pdf/presentation/De_Serres.pdf

Dumhoff, William G. *Who Rules America*. <http://www2.ucsc.edu/whorulesamerica/>

Economic Policy Institute. Septembre 2013. <http://www.epi.org/publication/the-ceo-to-worker-compensation-ratio-in-2012-of-273/>

Elson, Charles M. et Craig K. Ferrere. Octobre 2012. *Executive Superstars, Peer Groups and Overcompensation: Cause, Effect and Solution*.

<http://sites.udel.edu/wccg/files/2012/10/Executive-Superstars-Peer-Groups-and-Over-Compensation-10-10.pdf>

Ezzamel, Mahmoud et Robert Watson. *Market comparison Earnings and the Bidding-Up of Executive Cash Compensation: Evidence from the United Kingdom*. 41 *ACAD.MGMT.J.*221.

Fasken Martineau. Bulletin de droit de responsabilité sociale.

<http://www.fasken.com/fr/Publications/Detail.aspx?publication=7468>

Freeman, R.E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.

Jensen, Michael et William H. Meckling. 1976. *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure* » *Journal of Financial Economic*, 1976: pp. 305-360.

Jensen Michael et Kevin J. Murphy. Mai-Juin 1990. *CEO Incentives: It's not How Much You Pay, but How*. *Harvard Business Review*, No. 3: pp 138-153.

Jensen. Michael. Octobre 2001. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function.*

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=220671&rec=1&srcabs=303780&alg=1&pos=3

High Pay Center. *The Myth of Global High Pay Talent Market.*

<http://highpaycentre.org/pubs/the-myth-of-global-high-pay-talent-market>

IRRC Institute. Juin 2010. *Compensation Peer Groups at Companies with High*

Pay http://www.irrcinstitute.org/pdf/Final-Compensation-Peer-Groups-at-Companies-with-High-Pay_June2010.pdf

Lorsch. Jay et Rakesch Khurana. Mai-Juin 2010. *The Pay Problem. Harvard Magazine.*

<http://harvardmagazine.com/2010/05/the-pay-problem>

Main, Brian G., Charles A. O'Reilley III et James Wade. 1995. *The CEO, the Board of Directors and Executive Compensation : Economic and Psychological Perspectives. Industrial and corporate Change* 11. pp. 293-332

Magnan, Michel, S. Saint-Onge, S. Craighead et L. Thorne. 1998. *La rémunération des dirigeants: un enjeu économique, politique et symbolique pour les conseils d'administration. Gestion. Vol. No3. pp. 127-134*

Magnan, Michel et Sylvie Saint-Onge. Automne 2008. *La rémunération des dirigeants – Mythes et recommandations. Gestion Volume 33/numéro 3*

Mitchell, Lawrence E. *The Trouble with Boards.*

http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=801308

Morgensen, Gretchen. 2006. *Peer Pressure : Inflating Executive pay.*

http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/people/m/gretchen_morgenson/

Murphy, Kevin J. 2012. *Executive Compensation : Where We are and How We Got There.*

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2041679

Placements NEI, 2013. *Une crise, quelle crise.* http://www.neiinvestments.com/sites/fr-CA/Documents/Research/Exec_Comp_French_Final.pdf

Shareholder Association for Research and Education. *Shareholder Proposals.*

<http://www.share.ca/shareholderdb/>

Stout, Lynn. E. *The Share Value Myth*. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2012/06/26/the-shareholder-value-myth/>

Wade, James, Charles A. O'Reilly et Ike Chandratat. 1990. *Golden Parachutes, CEO's and the Exercise of Social Influence*. *Administrative Science Quarterly* 35.pp.592-593

Yermak, David. 1996. *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors*. *Journal of Financial Economics* 40. P.205

Zajac, E.J., Westphal, J.D. 1997. *Managerial incentives in organizations: economic, political and symbolic perspectives*, in Zur Schapira (dir.), *Organizational decision making*, Cambridge University Press, pp. 133-157.