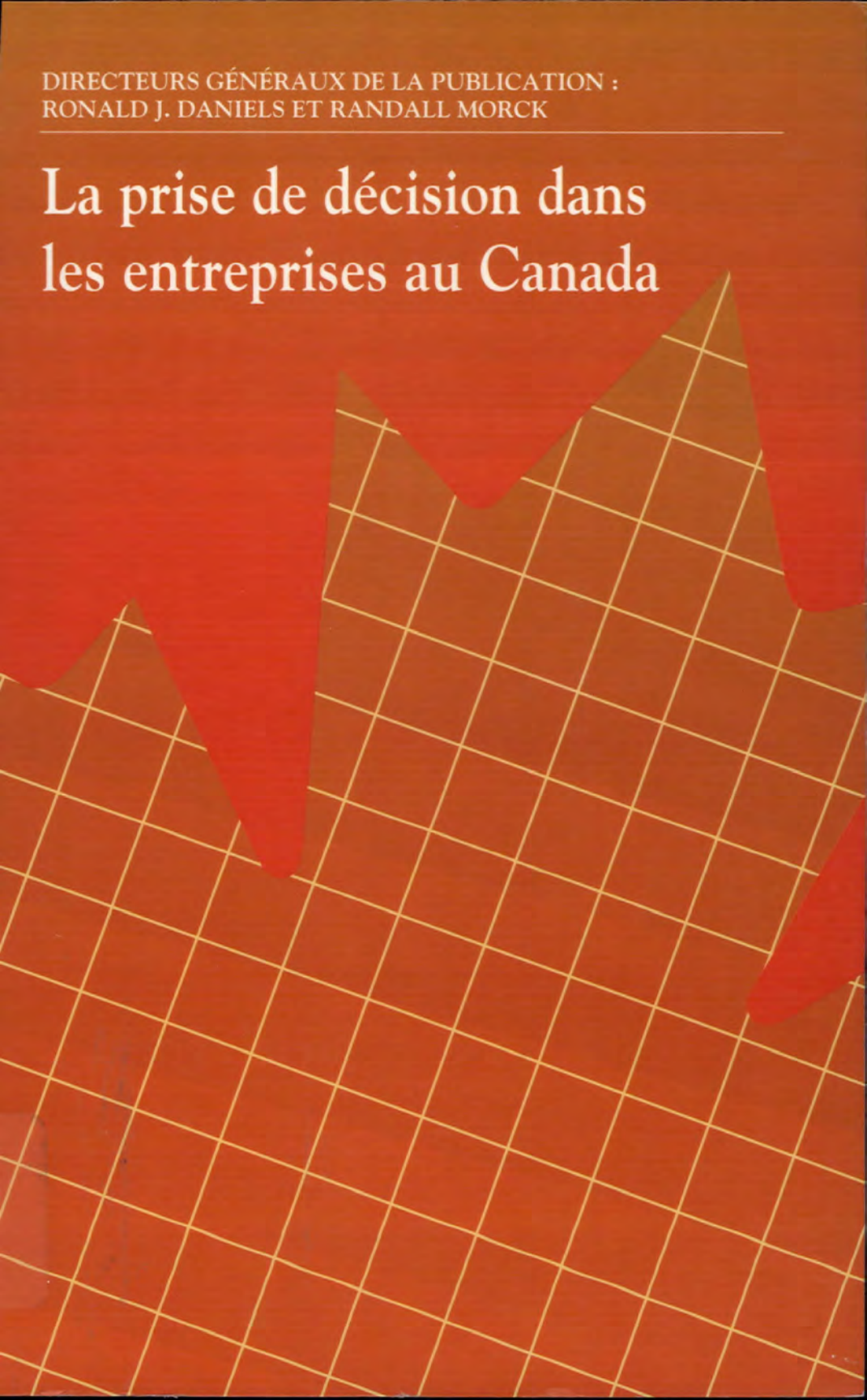
DIRECTEURS GÉNÉRAUX DE LA PUBLICATION :
RONALD J. DANIELS ET RANDALL MORCK

La prise de décision dans les entreprises au Canada



La prise de décision dans les entreprises au Canada

LES CONCLUSIONS ET LES RECOMMANDATIONS contenues dans le présent volume découlent principalement de travaux entrepris par des chercheurs indépendants de l'extérieur. Pour cette raison, les études demeurent en définitive la seule responsabilité de chacun des auteurs et ne traduisent pas nécessairement les politiques ou les opinions d'Industrie Canada ou du gouvernement du Canada.

DIRECTEURS GÉNÉRAUX DE LA PUBLICATION :
RONALD J. DANIELS ET RANDALL MORCK

La prise de décision dans les entreprises au Canada

Documents de recherche d'Industrie Canada

Industry Canada
Library - Jrl Tower S

FEB 15 1996
FEV

Industrie Canada
Bibliothèque - Édifice Jrl S

University of Calgary Press

© Ministère des Approvisionnements et Services Canada 1995

ISBN 1-895176-77-8
ISSN 1188-0996

University of Calgary Press
2500 University Dr. N.W.
Calgary, Alberta, Canada T2N 1N4

Données de catalogage avant publication (Canada)
Vedette principale au titre :
La prise de décision dans les entreprises au Canada

(Les Documents de recherche d'Industrie Canada, ISSN 1188-0996; V)
Publié aussi en anglais sous le titre : Corporate Decision-Making in Canada.
Conférence tenue à Toronto les 20 et 21 mars 1995.
Comprend les références bibliographiques
ISBN 1-895176-77-8

Nº de cat. Id53-11/5-1995F

1. Décision, Prise de—Canada—Congrès.
2. Entreprises—Direction générale—Canada—Congrès
I. Daniels, Ronald J.
II. Morck, Randall
III. Canada. Industrie Canada.
IV. Collection

HD30.23C6714 1995 658.4'03 C95-980251-7

Tous droits réservés. On ne peut reproduire aucune partie du présent ouvrage, sous quelque forme ou par quelque procédé que ce soit (graphique, électronique ou mécanique) sans autorisation préalable de l'éditeur. Toute demande de photocopie, d'enregistrement sur support magnétique ou autre ou de reproduction dans des systèmes de stockage et d'extraction d'informations relativement à une partie quelconque du présent ouvrage doit être faite par écrit auprès de la Canadian Reprography Collective, 379, rue Adelaide ouest, pièce M1, Toronto (Ontario) M5V 1S5.

La University of Calgary Press remercie l'Alberta Foundation for the Arts (bénéficiaire de l'Alberta Lotteries) pour le soutien accordé à son programme d'aide à l'édition pour 1995.

COORDONATEUR DE LA PUBLICATION ET TRADUCTION FRANÇAISE : CIGC Services Conseil Ltée.
MAQUETTE COUVERTURE ET INTÉRIEUR : Brant Cowie/ArtPlus Limited

Imprimé et relié au Canada

Cet ouvrage est imprimé sur papier désacidifié.

QUEEN
HD
30.23
.C6714
1995
c.2

Table des matières

PRÉFACE *xiii*

PREMIÈRE PARTIE *L'IMPORTANCE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE*

1. LE DÉFI POSÉ PAR LA RÉGIE DES SOCIÉTÉS AU CANADA *3*

   RONALD J. DANIELS ET RANDALL MORCK

   Les rouages économiques fondamentaux de la mondialisation *3*
   La régie d'entreprise et l'intérêt public *6*
   Les problèmes de régie d'entreprise au Canada *12*
   Les études publiées dans cet ouvrage *25*

DEUXIÈME PARTIE *LA RÉGIE DES SOCIÉTÉS CANADIENNES*

2. LES STRUCTURES DE RÉGIE, LA PRISE DE DÉCISION ET LE RENDEMENT DES ENTREPRISES EN AMÉRIQUE DU NORD *53*

   P. SOMESHWAR RAO ET CLINTON R. LEE-SING

   Introduction *53*
   Systèmes de régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis *56*
   Cadre analytique *68*
   Résultats empiriques *76*
   Conclusions *86*
   Appendice 1 *Sources et caractéristiques de la base de données* *91*
   Appendice 2 *Contexte de la régie d'entreprise en Amérique du Nord* *97*
   Appendice 3 *Structure de régie d'entreprise : Tableaux détaillés* *102*
   Appendice 4 *Compilations sur la concentration de la propriété* *116*

3. CONTRÔLE ET RENDEMENT : DONNÉES TIRÉES DU TSE 300 *123*

VIJAY JOG ET AJIT TULPULE

Introduction 123
Études antérieures 124
Cadre de référence 129
Méthodologie 133
Résultats 134
Résumé, limites et conclusions 155

COMMENTAIRES SUR LA DEUXIÈME PARTIE

DAVID A. STANGELAND

Commentaire sur la deuxième partie
Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord 163
Contrôle et rendement : Données tirées du TSE 300 166

GIOVANNI BARONE-ADESI

Commentaire sur la deuxième partie 169

TROISIÈME PARTIE LE CONSEIL D'ADMINISTRATION ET AU-DELÀ

4. LES MÉCANISMES DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS ET LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION *175*

JEAN-MARIE GAGNON ET JOSÉE ST-PIERRE

Les mécanismes de régie des sociétés 176
La composition du conseil d'administration 188
Les données 196
Composition du conseil et surveillance 203
Composition du conseil et rendement 207
La politique gouvernementale 214
Conclusions 215

5. LA RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS ET LA VALEUR DE L'ENTREPRISE *223*

RAMY ELITZUR ET PAUL HALPERN

Introduction 223

Les effets des régimes de rémunération sur le comportement des gestionnaires 226
La théorie de la conception de la rémunération incitative des cadres 230
Rapports entre la théorie de la rémunération des cadres et des hypothèses vérifiables 232
La rémunération des cadres dans la réalité 235
Rapports entre la rémunération et les caractéristiques des entreprises 239
Conclusions 256
Appendice 1 La théorie des régimes de rémunération des dirigeants d'entreprise 259

6. À PLEIN RÉGIME : UNE ÉTUDE DE CAS DU GROUPE HEES-EDPER 263

DAVID A. STANGELAND, RONALD J. DANIELS ET RANDALL MORCK

Introduction 263
Les aspects financiers des conglomérats 264
L'échec de la formule du conglomérat 267
Données et méthodologie 273
Résultats 274
Conclusions 278

7. ENTREPRISES BELL CANADA : CRÉATION OU DESTRUCTION DE RICHESSE ? 285

PAUL HALPERN ET VIJAY JOG

Introduction 285
Pourquoi avoir choisi BCE 286
Contexte théorique et données propres au groupe BCE 287
BCE : Création et expansion 295
Évaluation des stratégies d'exploitation 309
Valeur de BCE 318
Résumé et conclusions 326

COMMENTAIRES SUR LA TROISIÈME PARTIE

CLIFFORD G. HOLDERNESS

Commentaire sur la troisième partie
Les actionnaires dominants et les conglomérats : Bons sens ou non-sens ? 333

VIKAS C. MEHROTRA

Commentaire sur la troisième partie 341

LEE GILL

Commentaire sur la troisième partie
Les mécanismes de régie d'entreprise et la composition du conseil d'administration 350
La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise 353

QUATRIÈME PARTIE LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

8. LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET LES ACTIONNAIRES DOMINANTS CONTRIBUENT-ILS À FAIRE AUGMENTER LA VALEUR LE L'ENTREPRISE 357

JEFFREY G. MACINTOSH ET LAWRENCE P. SCHWARTZ

Facteurs d'incitation des actionnaires et valeur de l'entreprise 357
Les actionnaires dominants font-ils augmenter ou diminuer la valeur de l'entreprise ? 364
Les actionnaires institutionnels font-ils augmenter ou diminuer la valeur de l'entreprise ? 366
Les données 371
La méthodologie 376
Les résultats 377
Une mise en scène ? 386
Le ratio cours/valeur comptable et le capital-actions non négocié 389
Sommaire et conclusions 389

9. POURQUOI LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS NE SONT PAS DE MEILLEURS ACTIONNAIRES ? 401

MICHEL PATRY ET MICHEL POITEVIN

Introduction 401
La nécessité de la régie d'entreprise 402
La régie d'entreprise : Stratégies de sortie et d'intervention 408
Les investisseurs institutionnels au Canada 412
La régie des fonds communs de placement et des caisses de retraite 416
Le rôle des investisseurs institutionnels dans la correction des imperfections du marché 427
Analyse de politiques et conclusions 432
Conclusions 438

10. L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL DES CAISSES DE RETRAITE DU SECTEUR PUBLIC : LE MODÈLE CALPERS APPLIQUÉ AU CANADA 445
STEPHEN FOERSTER

Introduction 445
Le contexte 447
Le modèle CalPERS 451
Méthodologie de l'enquête 458
Les caisses de retraite du secteur public au Canada 459
Sommaire et conclusions 467

11. ADMINISTRATEURS FINANCIERS EXTERNES ET RÉGIE DES SOCIÉTÉS 471
BEN AMOAKO-ADU ET BRIAN F. SMITH

Introduction 471
Administrateurs externes affiliés et indépendants 473
Méthodologie 474
Données 478
Structure du conseil et caractéristiques de l'échantillon 479
Analyse des résultats des régressions 482
Conclusions et conséquences du point de vue des politiques 487

COMMENTAIRES SUR LA QUATRIÈME PARTIE

MARK R. HUSON
Commentaire sur la quatrième partie 495

MICHAEL S. WEISBACH
Commentaire sur la quatrième partie
Investisseurs institutionnels et régie des sociétés canadiennes : Une perspective américaine 504

CINQUIÈME PARTIE *LES ASPECTS INTERNATIONAUX DE LA RÉGIE DES SOCIÉTÉS*

12. LA RÉGIE DES SOCIÉTÉS MULTINATIONALE 511
RANDALL MORCK ET BERNARD YEUNG

Introduction 511
Notre compréhension théorique et empirique des entreprises multinationales 513

L'évolution du contexte dans lequel opèrent les multinationales 521
Les multinationales et la régie d'entreprise au Canada 524
Conclusions 535

13. RÉGIE D'ENTREPRISE ET SUPERVISION DU SYSTÈME FINANCIER *541*
LEWIS D. JOHNSON ET EDWIN H. NEAVE

Introduction 541
Transactions et régie 544
Sociétés financières 548
La régie des portefeuilles spécialisés 550
Stimulants et régie 553
Le changement 555
Principes de supervision 557
Les recommandations du Livre blanc 559
Synthèse 565
Appendice 1 Recommandations 567

14. LES BANQUES ET LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA *569*
RANDALL MORCK ET MASAO NAKAMURA

Introduction 569
L'historique des banques universelles 570
Les banques et la régie d'entreprise au Canada 581
La politique gouvernementale devrait-elle inciter les banques canadiennes à jouer un rôle sur le plan de la régie d'entreprise ? 587
Conclusions et choix de politique 590

COMMENTAIRES SUR LA CINQUIÈME PARTIE
ROBERTA ROMANO
Commentaire sur la cinquième partie 595
ADRIAN E. TSCHOEGL
Commentaire sur la cinquième partie 606

SIXIÈME PARTIE RÉGIE DES SOCIÉTÉS ET RESPONSABILITÉ SOCIALE

15. RÉCOMPENSER LES DÉNONCIATEURS : LES COÛTS ET LES AVANTAGES D'UNE STRATÉGIE D'OBSERVATION FONDÉE SUR DES STIMULANTS *621*
ROBERT HOWSE ET RONALD J. DANIELS

Introduction 621

Avons-nous besoin de plus de stimulants ? 624
L'utilité de la dénonciation 628
Problèmes liés au calcul des primes accordées aux dénonciateurs 631
Dénonciation interne et externe : Conflits ou compléments ? 634
La complicité du dénonciateur dans les actes illicites de l'entreprise 635
Le risque de fabrication d'allégations 637
Garder les gardiens : Un argument en faveur d'un droit d'action privé 639
Conclusions 642

16. LA RÉGIE D'ENTREPRISE ET L'ÉDUCATION DES TRAVAILLEURS : UN AUTRE POINT DE VUE 649
ALICE NAKAMURA, JOHN CRAGG ET KATHLEEN SAYERS

Les intérêts des employeurs, des travailleurs, des gouvernements et du public 649
Mécanismes visant à inciter les employeurs à investir davantage dans la formation des travailleurs 665
Autres solutions possibles 668
Conclusions 673

17. LES INVESTISSEMENTS À LONG TERME DANS LA R-D AU CANADA 677
RONALD M. GIAMMARINO

Introduction 677
Quel est l'horizon de temps des intervenants sur le marché du capital ? 681
Le degré de patience des gestionnaires 686
Conclusion et programme de recherches futures 693

18. LA RÉGIE DES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF 697
RON HIRSHHORN

Les organismes à but non lucratif dans l'économie canadienne 698
Problèmes de régie interne 701
Les organismes sans but lucratif en tant que fournisseurs de différents types de biens 705
Autres éléments qui influent sur la régie interne des organismes à but non lucratif 713
Les coûts de transaction et le problème du choix organisationnel : Une analyse des centres de soins communautaires et des aéroports 717
Les universités et les problèmes de régie interne des établissements sans but lucratif 722

Renforcer l'obligation de rendre compte des organismes sans but lucratif 725
Conclusions 727

COMMENTAIRES SUR LA SIXIÈME PARTIE

MICHAEL J. TREBILCOCK

Commentaire sur la sixième partie
La régie d'entreprise et l'éducation des travailleurs : Un autre point de vue 737

BRUCE CHAPMAN

Commentaire sur la sixième partie
La régie des organismes à but non lucratif 742

JENNIFER ARLEN

Commentaire sur la sixième partie
Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation fondée sur des stimulants 750

ROGER HEATH

Commentaire sur la sixième partie
Investissement à long terme dans la R-D au Canada 766

19. LA RÉGIE D'ENTREPRISE EN L'AN 2000 771
JEAN-CLAUDE DELORME

L'influence croissante des investisseurs institutionnels 771
Quels principes de régie d'entreprise s'appliqueront-ils en l'an 2000 ? 772
Faculté d'adaptation des entreprises et de leurs dirigeants 775
Groupes d'intérêt et régie d'entreprise 778
Conclusions 779

20. LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA : LES CHOIX SUR LE PLAN DES POLITIQUES 781
RONALD J. DANIELS ET RANDALL MORCK

Introduction 781
Mesures qui permettraient d'améliorer la régie d'entreprise au Canada 783
Philosophie d'intervention publique en matière de régie d'entreprise 821

LES AUTEURS 825

Préface

À UNE ÉPOQUE DE MONDIALISATION et de progrès technologique rapide, les dépenses d'investissement, notamment dans les domaines de la technologie et de l'accumulation de capital humain, sont les principaux éléments déterminants de la réussite des entreprises et des économies nationales. Le rôle de la régie des sociétés et du comportement des organismes d'affaires est primordial dans ce contexte parce qu'il s'agit de deux éléments majeurs qui ont une incidence sur les décisions d'investir. Ainsi, les difficultés économiques qu'ont affrontées plusieurs grandes entreprises d'envergure mondiale bien connues au cours des années 80 et 90 mettent en relief l'importance de la prise de décision dans les entreprises pour assurer une gestion efficace des défis que posent le changement structurel et l'adaptation économique.

L'un des traits caractéristiques de la recherche menée au Canada sur la prise de décision dans les entreprises est le peu de données empiriques tant qualitatives que quantitatives que l'on a rassemblées jusqu'à ce jour. Un autre problème découle du fait que la recherche s'est limitée à examiner le rôle des conseils d'administration et de leur aptitude à faire en sorte que les intérêts des intervenants ne supplantent pas ceux des actionnaires. En limitant ainsi le sujet de leurs travaux, les chercheurs ont négligé de tenir compte d'autres contraintes tout aussi importantes sur le plan commercial et juridique, qui ont une incidence sur le comportement des entreprises. Il s'ensuit que le débat entourant les principes de la régie des sociétés a eu une portée trop limitée et qu'il n'a pas accordé suffisamment d'attention aux caractéristiques distinctes du contexte économique canadien.

La Direction générale de la politique micro-économique d'Industrie Canada, en collaboration avec la Fondation canadienne de recherche financière, a commandé 18 études afin d'élargir et d'approfondir nos connaissances sur des questions fondamentales relatives à la régie d'entreprise et à la prise de décision, la propriété et la concentration, le conseil d'administration, la

responsabilité des administrateurs, les investisseurs institutionnels, la rémunération des cadres, la protection des intérêts des actionnaires minoritaires et les décisions d'investir à long terme. Ces questions sont abordées dans le présent volume sous l'angle tant économique que juridique. Les conclusions de ces études furent présentées et analysées lors d'une conférence intitulée « La prise de décision dans les entreprises au Canada », qui s'est tenue à Toronto, en mars 1995. La version finale de ces études est publiée dans le présent document de recherche.

Les travaux de recherche réunis dans le présent ouvrage ont pour objet d'étayer l'élaboration de politiques publiques par l'intermédiaire d'un apport général à deux niveaux : en appuyant les efforts déployés en vue d'améliorer la croissance et la performance en matière de productivité de l'économie canadienne par le biais d'une meilleure compréhension des notions et de rapports décrits ci-dessus, et en élargissant la base de connaissances nécessaires à la révision en cours de la législation fédérale sur les sociétés, notamment dans le cadre de la deuxième étape des changement qui seront apportés à la *Loi sur les sociétés par actions*.

Des représentants d'organismes du secteur privé et du monde universitaire ont participé activement à la préparation de certains des documents de recherche du Ministère. D'autres organismes consacrent aussi à l'occasion des ressources aux programmes de recherche d'Industrie Canada. En ce qui a trait à la préparation du présent volume, je voudrais souligner l'apport de la Fondation canadienne de recherche financière au succès du projet, qu'il s'agisse du temps que ses dirigeants y ont consacré ou des autres services offerts par l'organisme.

Le doyen Ronald J. Daniels et le professeur Randall Morck ont surveillé la réalisation du projet et ils ont aussi agi à titre de directeurs de la rédaction du document de recherche. Je voudrais les remercier tous les deux, ainsi que tous les auteurs et commentateurs, pour leur contribution valable au projet. Je sais que ce volume intéressera les gens d'affaires et les responsables de l'élaboration des politiques, ainsi qu'un public plus vaste qui s'intéresse aux questions économiques ici même au Canada.

JOHN MANLEY
MINISTRE L'INDUSTRIE

Première partie
L'importance de la régie d'entreprise

Ronald J. Daniels
Doyen, Faculté de droit
Université de Toronto

et

Randall Morck
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta

1

Le défi posé par la régie des sociétés au Canada

Nul n'a besoin d'une boule de cristal pour prédire qu'au cours des prochaines décennies, l'économie canadienne sera de plus en plus exposée au phénomène que la presse populaire a appelé la « mondialisation ». Certains des effets les plus importants de la mondialisation sur le Canada sont déjà manifestes. Ainsi, les consommateurs canadiens ont maintenant un choix plus vaste parce que des produits de partout dans le monde sont disponibles au pays à des prix abordables. Par ailleurs, la mondialisation impose à l'État de nouvelles contraintes. Les investisseurs, les entrepreneurs et les sociétés qui n'apprécient pas la politique du gouvernement canadien sont libres, comme jamais auparavant, d'aller mener leurs affaires à l'étranger. La mondialisation a aussi ouvert les marchés mondiaux aux entreprises canadiennes mais, simultanément, elle a exposé de nombreuses sociétés canadiennes à la concurrence de certaines régions du monde dont nous n'avions pratiquement jamais entendu parler il y a une dizaine d'années. Au Canada, les effets conjugués de la mondialisation ont imposé une rationalisation rapide de l'économie qui a perturbé le statu quo. On peut examiner ces effets sous l'éclairage d'idéologies différentes, mais il ne fait dorénavant plus de doute qu'ils sont bien réels.

Dans cet ouvrage, nous examinons la prise de décisions dans les entreprises au Canada en tentant de préciser les facteurs qui ont parfois donné lieu à une régie d'entreprise moins qu'optimale. Dans ce contexte, de mauvaises pratiques de régie d'entreprise qui ont pu être tolérées jusqu'à récemment sont maintenant jugées inacceptables. Notre objectif ultime est de faire ressortir des solutions, sur le plan des politiques, qui soient réalistes dans le nouveau contexte économique mondial tout en offrant des chances d'améliorer la régie d'entreprise au Canada.

LES ROUAGES ÉCONOMIQUES FONDAMENTAUX DE LA MONDIALISATION

DANS LES ANNÉES 30, L'ÉCONOMISTE AUTRICHIEN JOSEPH SCHUMPETER soutenait que le succès du capitalisme reposait sur un processus qu'il appelait la

« destruction créatrice ». Le capitalisme récompense immensément – certains diraient de façon obscène – les gens qui *conçoivent* des innovations permettant d'améliorer l'efficience ou de mieux répondre aux besoins des consommateurs. Mais le capitalisme *détruit*, parfois brutalement, les entreprises qui échouent sous ces deux dimensions. Selon la thèse de Schumpeter, la destruction créatrice engendre des améliorations incomparables à la fois dans l'efficience de la production et dans le niveau de vie. De plus en plus, les économistes qui s'inscrivent dans le courant de pensée dominant acceptent les idées de Schumpeter et reconnaissent, en grande majorité aujourd'hui, qu'il importe davantage de laisser libre cours à la créativité capitaliste que d'éviter les prix monopolistiques transitoires ou d'autres distorsions économiques.

Au cours des dernières décennies, les marchés ont progressivement joué un rôle plus déterminant tant dans le monde industrialisé que dans les pays en développement. Pour une large part, la place de plus en plus importante faite au marché et la prime qui en découle sur le plan de la compétitivité sont liées à l'intégration mondiale des marchés des produits, des capitaux et de la main-d'œuvre. L'origine de cette intégration, qui a été étudiée attentivement par d'autres, serait attribuable principalement à la réduction des obstacles intérieurs au commerce, à l'innovation technologique et à la libéralisation des économies dirigées. La prime liée à la compétitivité internationale a fait sentir davantage ses effets au Canada que dans d'autres pays, en raison de la plus grande ouverture de l'économie canadienne à la concurrence étrangère. Comparativement aux autres pays de l'OCDE, le Canada affiche un plus haut niveau de dépendance à l'égard des exportations et un plus haut niveau de pénétration des importations. Ainsi, le secteur des exportations représente 25,2 p. 100 de l'économie intérieure, ce qui place le Canada au deuxième rang derrière l'Allemagne parmi les pays du G7 pour l'importance du commerce d'exportation dans l'ensemble de l'économie[1]. En 1970, le taux de pénétration des importations au Canada était cinq fois plus élevé qu'aux États-Unis et, en 1985, il représentait encore trois fois celui de ce pays[2]. Une autre indication de la dépendance du Canada à l'égard des marchés extérieurs est le niveau élevé de l'investissement étranger direct. En 1990, par exemple, le Canada a reçu 5 p. 100 du flux total des investissements étrangers directs vers les grands pays industrialisés, tandis que les États-Unis, dont l'économie est environ dix fois plus grande, en ont reçu 29 p. 100[3].

La plus grande ouverture des économies industrialisées aux pressions des marchés extérieurs a eu un certain nombre de répercussions. L'une des plus importantes est l'augmentation marquée de la cadence des innovations. En 1992, 187 200 demandes de brevets ont été déposées aux États-Unis, comparativement à 105 300 en 1972 et à 68 384 en 1952. Il y a eu par ailleurs 3 107 lancements de nouveaux produits aux États-Unis en 1992, alors qu'il y en avait eu 1 762 en 1982[4]. Si l'on tient compte des innovations moins tangibles dans les domaines de la gestion des ressources humaines, des stratégies de commercialisation et d'autres, le taux de créativité pourrait bien être plus élevé.

L'innovation continue est coûteuse et les entreprises novatrices doivent pouvoir rejoindre rapidement un important bassin de clients pour tirer le rendement maximum de leur effort de créativité. L'accès aux marchés mondiaux est donc essentiel pour le Canada et cela veut dire que nous devons accorder aux entreprises étrangères un accès réciproque aux marchés canadiens.

Le rythme plus rapide de l'innovation signifie que les entreprises qui tirent de l'arrière peuvent être reléguées dans un état d'obsolescence et que leur main-d'œuvre sera alors laissée pour compte. Un nouveau concurrent innovateur établi dans une région éloignée du globe pourra s'accaparer une part du marché sans avertissement. Le taux de faillites d'entreprises rend compte du côté négatif du bilan de cette explosion de la créativité. En 1993, 85 982 entreprises ont fait faillite aux États-Unis, comparativement à 8 862 en 1952[5]. Bien entendu, les lois et les pratiques en matière d'insolvabilité ont changé au fil des années, tout comme la répartition des faillites d'entreprises entre les divers secteurs. De plus, les employés des entreprises défaillantes ne perdent pas toujours leur emploi. Souvent, les créanciers vendront en bloc l'actif de l'entreprise et l'acquéreur conservera une bonne partie ou la plupart des employés. Néanmoins, l'augmentation du rythme des faillites comporte des coûts sociaux élevés.

Il semble clairement dans l'intérêt du Canada de promouvoir l'innovation, d'encourager les entreprises canadiennes à prendre les devants – et à y demeurer – et de fournir un appui aux entreprises qui tirent de l'arrière. Mais la mondialisation de l'économie exerce aussi de nouvelles contraintes sur les gouvernements.

Les politiques gouvernementales classiques, fondées sur les impôts et les subventions, sont en défaveur. Il se pourrait que les subventions gouvernementales et les crédits d'impôt à la R-D aident davantage à concevoir des façons inédites d'« exploiter » l'État qu'elles ne suscitent des innovations véritables. Les politiques industrielles qui visaient à sélectionner des gagnants et à subventionner leur croissance ont rarement donné de bons résultats. Même l'exception notable à cet égard – le Japon – ne fait plus bande à part. Beason et Weinstein (1994) ont recueilli des données sur la valeur et les bénéficiaires des capitaux que la politique industrielle japonaise a ainsi réorientés; ces données montrent de façon convaincante que les subventions versées dans ce pays sont allées principalement à des perdants. Les bénéficiaires des plus fortes subventions au Japon ont été les entreprises les plus faibles dont la performance collective a par la suite diminué en termes réels. De fait, l'imposition des gagnants dans le but de subventionner les perdants, ou même des gagnants éventuels, est une pratique particulièrement téméraire dans un contexte économique mondial où les pays sont en concurrence pour attirer les capitaux mobiles et, en particulier, l'information (c'est-à-dire les gens qui possèdent des connaissances spécialisées). Les capitaux comme les gens peuvent aller ailleurs s'ils sont trop lourdement taxés. Dans ce nouveau contexte, accabler d'impôts les gagnants afin de soutenir les perdants risque de mener, à brève échéance, à un pays de perdants.

Bref, l'État lui-même est devenu un secteur concurrentiel dans la nouvelle économie mondiale. Autrefois, les gouvernements jouissaient d'une position monopolistique. Les entreprises et les particuliers qui n'aimaient pas le gouvernement de l'heure pouvaient tenter de le changer, mais il était rare qu'ils pouvaient tout simplement transporter leurs affaires ailleurs. Aujourd'hui, ils le peuvent et ils le font. Les gouvernements sont donc soumis eux-mêmes à des pressions pour devenir plus « concurrentiels ». Un État concurrentiel ne signifie pas forcément un État de plus petite taille, mais d'un État qui fournit des services que la plupart des gens et des entreprises veulent, à des taux d'imposition qu'ils sont disposés à supporter. Manifestement, les subventions sélectives financées par des impôts universels entrent rarement dans ces catégories.

Comment alors le gouvernement, privé de ses instruments d'intervention classiques, pourra-t-il promouvoir l'intérêt public dans cette nouvelle réalité économique? Dans la dernière étude présentée dans cet ouvrage, nous dressons un bilan des options viables à cet égard. Un thème central de notre analyse est que les gouvernements doivent mettre l'accent sur les *politiques cadres*. Cela veut dire que l'État devrait s'efforcer de mettre en place le cadre juridique et institutionnel qui permettra aux marchés et aux entreprises de prospérer. Comme Michael Porter l'a fait observer[6] :

> [...] le rôle qu'il convient au gouvernement de jouer est celui de *poussoir et de stimulant*. La pression, voire l'adversité, ont un rôle vital à jouer dans le processus de création d'un avantage concurrentiel national... Une politique gouvernementale avisée cherchera à fournir les outils nécessaires pour soutenir la concurrence, par des efforts énergiques visant à accroître la production de facteurs, tout en faisant en sorte de maintenir un certain inconfort et une forte pression concurrentielle.

À notre avis, la nature et la qualité du système de régie d'entreprise est un élément fondamental du cadre de concurrence effectif d'une économie. Ici, nous voulons parler des institutions juridiques et commerciales qui constituent le régime de régie des sociétés dans un pays donné. Néanmoins, avant de commencer à réfléchir sur la nature précise d'un régime optimal de régie d'entreprise, il est essentiel de préciser où se situe exactement l'intérêt public sur ce plan.

La régie d'entreprise et l'intérêt public

Le niveau de vie dont jouissent les Canadiens dépend, fondamentalement, du succès des entreprises canadiennes, lequel dépend à son tour des décisions prises par leurs dirigeants. Ces décisions sont fortement influencées par le contexte juridique et institutionnel dans lequel les administrateurs et les dirigeants d'entreprise opèrent. Comment les sociétés devraient-elles être gérées? Si nous voulons proposer des façons dont les autorités pourraient intervenir pour améliorer la gestion des entreprises, nous devons d'abord

examiner comment leurs rouages décisionnels peuvent s'enrayer. Cela dépend essentiellement de la nature de chaque entreprise.

POURQUOI SE PRÉOCCUPER DE MAXIMISER LA VALEUR QUI REVIENT AUX ACTIONNAIRES ?

UNE SOCIÉTÉ EST UNE ENTITÉ JURIDIQUE FICTIVE. Elle a les droits et les responsabilités d'une « personne morale » et, pourtant, elle est détenue par des actionnaires et a des rapports contractuels complexes avec ses employés, ses créanciers, ses clients, ses fournisseurs et la collectivité – regroupés sous la notion « d'intervenants ». Souvent, les intérêts des actionnaires d'une entreprise et ceux des autres intervenants entrent en conflit, tout comme ils peuvent sembler contraire à la perception que d'autres ont du bien public. Cela soulève la question de savoir quels intérêts devraient primer?

Le bon sens, ainsi que la théorie économique orthodoxe, veulent que ceux qui assument les coûts devraient aussi avoir le pouvoir décisionnel. En théorie du moins, cela évite des problèmes tels que la hausse incontrôlée des frais médicaux qui se produit lorsque l'on permet aux médecins d'ordonner des tests mais que ce sont les contribuables qui doivent en payer la note.

Une entreprise saine et normale a des engagements contractuels bien définis et légalement exécutoires envers ses employés, ses créanciers, ses clients, ses fournisseurs et la collectivité. Elle ne peut, dans le cours normal de ses affaires, négliger de verser les salaires, d'honorer les intérêts échus, de faire les expéditions promises et de verser les paiements prévus ou encore les impôts. Mais les actionnaires n'ont aucun droit contractuel de ce genre. Ils sont plutôt les bénéficiaires résiduels. Les sommes dont l'entreprise dispose après avoir respecté ses obligations contractuelles peuvent être soit versées aux actionnaires sous forme de dividendes, soit réinvesties pour engendrer des gains en capital pour les actionnaires. L'entreprise peut librement modifier ses politiques en matière de dividendes et de placements, avec peu de conséquences sur le plan juridique. Ainsi, lorsque des décisions commerciales mal avisées sont prises par le conseil d'administration, ce sont les actionnaires qui en paient le prix. Pour cette raison, la théorie économique affirme que les sociétés devraient être contrôlées par leurs actionnaires.

La théorie économique, comme toute théorie, est une simplification de la réalité. Lorsqu'une entreprise enregistre de mauvais résultats, des employés peuvent être mis à pied sans que l'entreprise fasse faillite. Certains intervenants peuvent ainsi supporter une plus grande partie des coûts d'une mauvaise gestion que l'actionnaire moyen. Mais ce n'est pas le cas de la plupart des intervenants. Les travailleurs les plus expérimentés sont habituellement assez bien protégés contre les mises à pied. Bien entendu, si la société est extrêmement mal gérée, elle pourra se trouver dans l'incapacité de verser les salaires et les intérêts échus, de faire les livraisons et de régler ses factures. Mais cela ne se produira que lorsque l'avoir des actionnaires aura été complètement épuisé et

que l'entreprise sera en faillite. Dans ces circonstances, les syndics de faillite doivent gérer l'entreprise en fonction des intérêts des créanciers et des autres ayants droit contractuels qui sont devenus des ayants droit résiduels. Quoi qu'il en soit, dans la perspective des politiques, il importe de mettre l'accent sur les participants qui subissent certains désavantages contractuels et qui, de ce fait, ne sont probablement pas en mesure d'anticiper et de négocier une protection effective auprès de l'entreprise (sous la forme d'une rémunération *ex ante* ou de prestations de départ *ex post*), pour se prémunir contre le risque qu'elle soit démantelée. Dans le cas de ces groupes, de solides arguments peuvent être invoqués pour justifier une certaine intervention publique, bien que celle-ci ne doive pas prendre la forme de modifications aux mécanismes traditionnels de régie des sociétés[7].

En définitive, une bonne régie d'entreprise est importante parce que, en son absence, le public perdrait graduellement confiance dans les marchés financiers canadiens, ce qui ferait chuter le cours des actions. Les sociétés canadiennes auraient beaucoup de difficulté à trouver des capitaux d'investissement et verraient alors leur potentiel de croissance limité. Cette contrainte freinerait la croissance économique et aggraverait les problèmes tels que le chômage et les déficits gouvernementaux. Une bonne régie d'entreprise sert donc indéniablement l'intérêt public.

Les administrateurs sont les représentants des actionnaires

En pratique, dans les entreprises qui comptent de nombreux actionnaires, il est difficile de les consulter tous sur chacune des décisions commerciales. La solution est alors de s'en remettre à un conseil d'administration. Les administrateurs sont élus par les actionnaires et payés pour représenter leurs intérêts dans les instances décisionnelles de l'entreprise. Pour bien marquer l'objet ultime du conseil d'administration, la loi permet aux actionnaires de poursuivre personnellement les administrateurs s'ils négligent de s'acquitter de ce devoir. Les dirigeants d'une société, c'est-à-dire ses principaux gestionnaires, comme le chef de la direction, le président et les vice-présidents principaux, sont aussi investis d'une responsabilité et d'un devoir juridiques semblables. Dans le langage des économistes, il y a là une *relation mandant-mandataire* : les actionnaires sont les *mandants* et les dirigeants et administrateurs, leurs *mandataires*. Les administrateurs et les dirigeants des sociétés sont tenus d'agir dans les meilleurs intérêts de la société et cela veut dire dans les meilleurs intérêts de ses propriétaires légaux, les actionnaires.

Actionnaires et intervenants : un compromis pratique

Pour certains, cette doctrine peut sembler excessivement étroite. Après tout, il y a d'autres intervenants que les actionnaires dont le sort est intimement lié

à celui de l'entreprise : les employés, les créanciers, les gestionnaires, les clients, les fournisseurs et les collectivités qui en dépendent. Pour répéter, ces groupes sont les *intervenants* intéressés par l'entreprise[8]. Ne serait-il pas préférable que les hauts dirigeants gèrent l'entreprise dans les meilleurs intérêts de la société, ou de la collectivité, ou à tout le moins, de ceux des travailleurs *et* des actionnaires réunis?

La réponse des économistes s'appuie sur deux considérations. Premièrement, le système juridique fusionne tous ces éléments dans le creuset des *intérêts des actionnaires*. Si une entreprise laisse de côté certains candidats (qualifiés) à des postes à cause de préjugés raciaux ou sexistes, le rendement de l'entreprise est alors sous-optimal et ce sont les actionnaires qui y perdent. Si l'entreprise pollue l'environnement et fait l'objet de poursuites, ce sont les actionnaires qui en subissent les frais. Si elle traite mal ses travailleurs et subit des grèves ou d'autres troubles ouvriers, le cours des actions et les dividendes chutent et ce sont encore une fois les actionnaires qui en font les frais. Deuxièmement, même lorsque les gestionnaires prennent des décisions manifestement téméraires, ils peuvent généralement invoquer certains bienfaits sociaux concomitants – par exemple les avantages qu'en retirent certains groupes de travailleurs. Il est donc clair que le fait d'attribuer aux gestionnaires une telle responsabilité multidimensionnelle revient à les soustraire à toute responsabilité. Dans ce contexte, être responsable envers tous revient à n'être redevable à personne.

La loi a conçu un compromis raisonnable. Les gestionnaires sont d'abord redevables aux actionnaires, mais les législatures et les tribunaux ont défini tout un ensemble de devoirs primordiaux (et de peines correspondantes) pour garantir la fidélité à des objectifs sociaux plus vastes. Une société ne peut donc pas invoquer son devoir de protéger les intérêts des actionnaires pour justifier sa négligence de respecter certaines obligations explicites en matière de santé et de sécurité au travail, d'environnement ou de droits de la personne. Non seulement l'omission de la part des mandataires d'une société de respecter ces obligations expose-t-elle individuellement ces derniers à des peines, mais la loi impose aussi des sanctions financières aux actionnaires de l'entreprise sous la forme de pénalités perçues auprès de la société. De cette façon, les actionnaires sont fortement incités à exercer une surveillance et à imposer une discipline lorsqu'il y a écart de conduite au sein de l'entreprise. Ce compromis a de fortes propriétés d'efficience; mais il est aussi alourdi par un épais manteau de théorie démocratique. Plutôt que de confier à un groupe de gestionnaires non élus et non représentatifs la tâche de déterminer comment les ressources de la société devraient servir l'intérêt public, ce modèle remet à des assemblées législatives élues et redevables la responsabilité de prendre ces décisions. Cela signifie que les décisions ayant trait au moment et à la façon dont les externalités de l'entreprise devraient être internalisées sont tout à fait transparentes et soumises à une discussion publique et à une obligation de rendre compte entières et appropriées.

MYOPIE

UNE AUTRE PRÉOCCUPATION FRÉQUENTE liée à l'accent mis sur les intérêts des actionnaires est que ces derniers souffrent eux-mêmes de myopie. Ainsi, on fait valoir qu'ils sont d'abord préoccupés par le rendement à court terme, ce qui voudrait dire que l'attention excessive accordée aux souhaits des actionnaires se ferait aux dépens de l'investissement à long terme. Comme l'étude de Giammarino le démontre de façon fort convaincante, il n'y a absolument aucune donnée permettant de dire que cette préoccupation est fondée dans les faits. Les analyses statistiques portant sur de vastes échantillons d'entreprises américaines révèlent que le prix des actions des sociétés augmente lorsque celles-ci annoncent des projets d'investissement à long terme ou d'importants programmes de R-D. La conclusion apparente qui en ressort est que les projets d'investissement à long terme sont bien accueillis par les actionnaires. Ces constatations sont confirmées par d'autres études où l'on a observé une corrélation positive robuste et soutenue entre les dépenses de R-D et la valeur des actions. Si les entreprises ont un penchant pour le court terme, nous disposons de nombreuses données qui indiquent que l'actionnaire moyen serait heureux de voir cette situation changer.

DEVOIRS MANDANT-MANDATAIRE

UNE PRÉOCCUPATION PLUS LÉGITIME EST QUE, dans certaines circonstances, les gestionnaires peuvent ignorer les petits actionnaires mal informés. Ainsi, un conseil d'administration où siège un actionnaire important et actif peut chercher à plaire à ce dernier, tandis que les petits investisseurs, qui possèdent collectivement la plus grande partie de l'entreprise, se trouvent effectivement dépossédés de leurs droits. Dans les entreprises qui n'ont pas d'actionnaire important, par exemple les grandes banques à charte, le risque qui se pose est que les gestionnaires peuvent ignorer complètement les actionnaires et diriger l'entreprise comme s'il s'agissait d'un fief personnel. Les défenseurs des droits des actionnaires font valoir que les gestionnaires peuvent alors entreprendre des projets qui leur tiennent à cœur, pratiquer des politiques d'embauche tendancieuses et, de façon générale, gaspiller l'argent des actionnaires. Ces déficiences dans les rapports mandant-mandataire sont appelées des *problèmes d'encadrement*. Le courant de pensée dominant en sciences économiques reconnaît que diverses formes de problèmes d'encadrement sont répandues tant dans le secteur public que dans le secteur privé. De fait, certains vont jusqu'à soutenir que les problèmes d'encadrement sont la principale cause d'inefficience dans les économies capitalistes modernes.

Même si la nomenclature des coûts d'encadrement est relativement nouvelle, la notion d'obligation de rendre compte sur laquelle elle s'appuie ne l'est pas. Depuis le début du siècle, les spécialistes de l'entreprise ont signalé les problèmes de responsabilité soulevés par la délégation des pouvoirs qui est

requise pour concrétiser les gains découlant de la spécialisation au sein de l'entreprise moderne. Les travaux précurseurs de Berle et Means (1932) sur les sociétés aux États-Unis portaient précisément sur cette question. Ce sont ces chercheurs qui ont créé l'expression « séparation de la propriété et du contrôle » pour décrire le système de régie d'entreprise aux États-Unis. Selon Berle et Means, les entreprises américaines étaient aux prises avec d'importants problèmes d'obligation de rendre compte découlant de la dispersion et de la taille restreinte des participations au capital-actions. Avec un si grand nombre d'actionnaires, aucun n'était incité à assumer la responsabilité du contrôle des affaires de l'entreprise. Les gestionnaires des entreprises américaines jouissaient par conséquent d'un pouvoir presque illimité qui a fait disparaître l'incitation au profit.

En rétrospective, il est clair que la vision de Berle et Means était exagérément pessimiste. S'il ne fait aucun doute que les petits actionnaires exercent très peu, voire aucun, contrôle direct sur les administrateurs et les gestionnaires des grandes sociétés publiques, il ne s'ensuit pas forcément que les gestionnaires sont libres d'agir à leur guise. Comme l'ont démontré divers spécialistes du droit et de l'économique, il existe des mécanismes juridiques et de marché qui permettent de faire coïncider les intérêts des gestionnaires et des actionnaires. Les instruments juridiques (par exemple le droit des actionnaires d'intenter des poursuites contre les administrateurs et les dirigeants) imposent une obligation de rendre compte aux gestionnaires en imputant *ex post* des coûts à ceux qui participent à des opérations d'initiés. Les instruments du marché (par exemple le marché des prises de contrôle ou du « contrôle des sociétés », le marché des gestionnaires et celui des capitaux) visent habituellement les sources moins vénales d'inconduite de la part des gestionnaires et agissent soit directement (la menace d'une mutation ou d'une atteinte à la réputation), soit indirectement (la divulgation de renseignements sur l'inconduite d'un gestionnaire aux parties qui sont en mesure d'intenter directement des poursuites). Mais la présence de ces divers instruments ne signifie pas que le problème de l'obligation de rendre compte a peu d'importance dans l'entreprise moderne; certains problèmes d'encadrement résiduels persistent. Plutôt, nous affirmons que les modalités juridiques et celles du marché qui constituent le système de régie d'entreprise sont passablement robustes et que, même si une réforme institutionnelle permettait d'améliorer ce système, les gains à anticiper se situent à la marge.

LE RÔLE DU DROIT

SI LES ENTREPRISES SONT FONDÉES SUR L'ACTIVITÉ VOLONTAIRE de groupes intéressés et bien informés, communiquant et collaborant entre eux, et si les marchés jouent un rôle de soutien important pour discipliner la conduite des gestionnaires, quel rôle reste-t-il au droit et aux institutions juridiques? Comme nous l'avons indiqué précédemment, si l'on peut démontrer que certains intervenants

n'ont pas accès à des renseignements adéquats, que leur capacité de négocier avec l'entreprise est compromise par de graves asymétries de pouvoir ou qu'ils sont forcés de prendre certains engagements envers cette dernière, une forme quelconque d'intervention de l'État pourrait probablement être justifiée. Néanmoins, la plupart des commentateurs reconnaissent que les arguments de ce genre ne sont pas convaincants, sauf dans le cas des employés; mais même pour les arguments qui sont manifestement légitimes, il n'est pas clair que la meilleure forme d'intervention soit de modifier le droit des sociétés – parce que le droit des sociétés est habituellement perçu comme orienté vers les intérêts des actionnaires et, dans une moindre mesure, ceux des créanciers. Les décideurs publics doivent par conséquent procéder avec prudence pour éviter de surcharger un instrument de réglementation en lui attribuant des objectifs multiples et parfois conflictuels. C'est d'ailleurs ce qui se produirait si l'on invoquait le droit des sociétés pour protéger les intérêts des employés et ceux des autres groupes ayant des besoins légitimes à cet égard.

S'il est vrai que le droit des sociétés est principalement orienté vers les intérêts des actionnaires, quelle forme devrait-il alors prendre? Les premières lois sur les sociétés renfermaient plusieurs dispositions obligatoires qui visaient manifestement à donner à l'État un rôle hautement interventionniste pour régir les arrangements privés. Mais aujourd'hui, l'évolution du droit des sociétés semble viser la mise en place d'un régime habilitant, ce qui laisse une latitude considérable aux parties en matière de choix des modalités générales. Ce rôle « habilitant » attribué au droit des sociétés est conforme au principe selon lequel l'interaction entre un actionnaire et une société est essentiellement volontaire et que la loi devrait, dans la mesure du possible, s'en remettre aux souhaits des parties contractantes. Vu sous cet angle, le rôle du droit des sociétés est clair : le législateur devrait concevoir et maintenir un régime de droit des sociétés qui facilite les relations contractuelles entre des parties privées. Une façon de le faire est de mettre à leur disposition des conditions juridiques générales qui réduisent les coûts de la négociation répétée entre les parties. Un autre moyen de faciliter la conclusion de contrats privés est d'offrir aux parties certaines modalités qu'elles ne peuvent produire d'elles-mêmes à cause des coûts élevés et des risques d'appropriation (le problème des biens publics) qu'elles supposent. Le système complexe des devoirs fiduciaires qui est apparu en droit des sociétés constitue un exemple d'un tel bien public.

Les problèmes de régie d'entreprise au Canada

Les principes économiques sous-jacents à ces problèmes d'encadrement varient selon la nature de l'entreprise. Nous examinons à tour de rôle chacun des principaux types de société.

LES ENTREPRISES À PROPRIÉTÉ DISPERSÉE : L'ARGENT DES AUTRES ?

UNE ENTREPRISE EST À PROPRIÉTÉ DISPERSÉE LORSQUE SES ACTIONS sont détenues par un grand nombre de petits investisseurs, dont chacun n'exerce aucun contrôle réel sur les décisions prises par les gestionnaires. Certaines des plus grandes entreprises au Canada et la presque totalité des entreprises aux États-Unis entrent dans cette catégorie. Toutes les grandes banques à charte canadiennes ont une propriété dispersée. Il en va de même de Bell Canada et d'Air Canada. Même si la propriété de ces sociétés et de certaines autres entreprises canadiennes de premier plan est dispersée, cette structure de propriété n'est pas très répandue au Canada. Morck et Stangeland ont estimé que seulement 16 p. 100 des 550 plus grandes sociétés canadiennes entraient dans cette catégorie en 1989.

Nous tenons habituellement pour acquis que, dans les entreprises à propriété dispersée, les gestionnaires négligent trop facilement leurs devoirs de mandataires des actionnaires et qu'ils gèrent l'entreprise à leur propre avantage. Ce problème d'encadrement est préjudiciable aux actionnaires et sape la logique économique qui lie la politique optimale à l'égard des sociétés au bien commun. Par exemple, supposons qu'un gestionnaire acquiert une certaine renommée et une certaine influence sociale grâce à une filiale de production de films qui est non rentable. Fermer cette filiale apporterait à l'entreprise cinq millions de dollars mais imposerait (personnellement) au gestionnaire des pertes non matérielles qu'il évalue à 50 000 dollars. S'il détient un demi de un pour cent des actions en circulation de l'entreprise (situation assez fréquente dans de nombreuses grandes entreprises à propriété dispersée), il perdra 25 000 dollars sur la valeur de ses actions mais conservera l'équivalent de 50 000 dollars en avantages non matériels. Il en sort donc gagnant par une marge de 25 000 dollars. Les autres actionnaires perdent le reste, soit 4 975 000 dollars, peut-être sans jamais savoir qu'ils auraient pu profiter de cette somme. Des confessions faites en privé par des initiés de certaines sociétés, telles que relatées par Mace (1971), indiquent que la fréquence de situations de ce genre dans les grandes entreprises américaines a de quoi inquiéter. On peut douter que les grandes entreprises canadiennes soient tout à fait innocentes à cet égard.

Bien entendu, les comportements intéressés de la part de gestionnaires sont pour la plupart moins évidents. Ils peuvent faire intervenir ce que des économistes ont appelé le « managerialisme », c'est-à-dire l'édification d'empires par l'acquisition non rentable d'autres entreprises dans le seul but de satisfaire l'égocentrisme de certains dirigeants. Une autre possibilité est l'ethnicité ou une politique d'embauche ou de promotion traduisant un préjugé envers l'un des deux sexes, qui assure un certain degré de confort aux gestionnaires mais qui peut s'avérer coûteux pour les actionnaires parce que l'entreprise risque alors de se priver des meilleurs candidats. Investir l'argent des

actionnaires dans des projets économiquement contestables, par exemple l'établissement de filiales non rentables dans des régions exotiques, constitue un autre exemple de comportement intéressé. Certains gestionnaires sont si tiraillés à l'idée de remettre aux actionnaires les gains excédentaires de l'entreprise en haussant les dividendes ou en versant un dividende spécial qu'ils sont prêts à investir dans presque n'importe quel projet, peu importe qu'il soit rentable ou non, pour conserver ces fonds dans l'entreprise et sous leur contrôle. Les «Lear Jets » inutiles et les sièges sociaux aux allures de palaces sont presque devenus une caricature du comportement intéressé de certains gestionnaires.

Parce que les entreprises à propriété dispersée sont représentatives de la situation observée en Amérique, les médias populaires et les publications de recherche ont traité abondamment de cas de comportement intéressé de la part de gestionnaires de telles entreprises. Le film à succès « Other People's Money » et l'attention accordée dans les journaux de nos jours aux pilules empoisonnées, au chantage à l'OPA et aux autres cas d'inconduite de gestionnaires témoignent du fait que le public est très sensibilisé aux questions de régie des entreprises à propriété dispersée (et qu'il en comprend même les enjeux).

LES ENTREPRISES À PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE : RETRANCHEMENT DES INITIÉS

COMME IL RESSORT DE L'ÉTUDE DE RAO ET LEE-SING, la plupart des grandes entreprises canadiennes n'ont pas une propriété dispersée. Dans plus des trois quarts des sociétés canadiennes examinées par ces auteurs, on retrouvait au moins un actionnaire contrôlant 20 p. 100 ou plus des actions avec droit de vote et, dans plus de la moitié des entreprises, un seul actionnaire contrôlait plus de 50 p. 100 des actions comportant droit de vote. Les participations importantes détenues par des gestionnaires leur permettent souvent de dominer les assemblées d'actionnaires parce que la plupart des petits actionnaires n'y assistent pas. Cela permet aux gestionnaires de contrôler la nomination des administrateurs et, ainsi, d'exercer indirectement le contrôle sur les décisions de la société. Dans ces circonstances, il est peu probable que les dirigeants négligent pendant très longtemps les intérêts des actionnaires dominants. Cela dit, on pourrait penser que les Canadiens ont de quoi se réjouir que les problèmes d'encadrement qui caractérisent les sociétés américaines ne se posent pas dans la plupart de leurs grandes entreprises. Malheureusement, la structure de propriété des entreprises canadiennes ne supprime pas entièrement ces problèmes et, de surcroît, elle en fait surgir d'autres qui lui sont propres.

Dans les entreprises à propriété concentrée, la crainte est que les administrateurs et les dirigeants de l'entreprise soient excessivement accommodants à l'égard de l'actionnaire dominant et ignorent les intérêts des petits investisseurs. Par conséquent, leur devoir fiduciaire d'agir dans l'intérêt de la société sera interprété comme voulant dire qu'ils doivent agir dans l'intérêt de

tous les actionnaires. Le problème d'encadrement qui se pose ici est la présence possible d'un conflit d'intérêts entre l'actionnaire dominant (appuyé par les cadres et les administrateurs sur qui il exerce son contrôle) et les autres actionnaires.

Aux États-Unis, il y a une abondance de données montrant que les détenteurs de blocs d'actions importants *réussissent* à tirer des avantages privés de l'entreprise. Barclay et Holderness (1989, 1992) ont démontré que les blocs d'actions importants sont généralement échangés à des prix plus élevés que ceux du marché ouvert. On peut présumer qu'il en est ainsi parce que les blocs d'actions importants engendrent plus d'avantages que les petites participations. Barclay, Holderness et Pontiff (1993) soutiennent par ailleurs que les prix de nombreux fonds à capital fixe aux États-Unis sont faibles parce que les détenteurs de blocs de contrôle en tirent des avantages privés. Il n'y a aucune raison de penser que les détenteurs de blocs d'actions au Canada sont plus généreux que leurs homologues américains.

Les actionnaires dominants sont peut-être moins portés à pousser délibérément l'entreprise vers des activités qui ne contribuent pas à en maximiser la valeur, comme celles que nous avons décrites dans le cas des entreprises à propriété dispersée. Après tout, l'actionnaire dominant paie un pourcentage élevé du coût lui-même. Mais on ne peut raisonnablement écarter tout à fait la possibilité d'observer un tel comportement. Les détenteurs d'importants blocs d'actions dominent souvent les assemblées d'actionnaires en contrôlant 20 p. 100 ou moins du capital-actions. Une décision qui coûterait à l'entreprise cinq millions de dollars n'est manifestement pas dans l'intérêt d'un actionnaire dominant qui détient 20 p. 100 du capital-actions, à moins que cette mesure n'engendre des avantages privés qu'il évalue à plus de 20 p. 100 de cinq millions de dollars, soit un million de dollars. Certes, de telles situations ne sont pas impossibles.

Un autre genre de problèmes que l'on peut rencontrer dans les entreprises à propriété concentrée a trait à ce que les spécialistes de l'économie financière appellent le « retranchement ». Les actionnaires dominants qui exercent une influence préjudiciable sur les politiques de l'entreprise sont presque impossibles à déloger; ils sont à toutes fins pratiques hors de portée des tentatives de prise de contrôle, des luttes de procuration et des soulèvements au sein du conseil d'administration. Malheureusement, certains actionnaires dominants qui, au début, ont fait croître la valeur de leur entreprise peuvent continuer à exercer le contrôle sur celle-ci longtemps après qu'il eut été préférable qu'ils prennent leur retraite.

Il y a une preuve substantielle démontrant que le retranchement des gestionnaires est un phénomène fréquent. Morck et coll. (1988) ont montré qu'aux États-Unis, le rendement des entreprises augmente parallèlement à la participation des initiés au capital-actions dans les entreprises à propriété dispersée, mais qu'il diminue lorsque le niveau de propriété s'élève au-dessus d'un seuil qui permet le retranchement. Selon Johnson et coll. (1985), le décès

soudain d'un chef de la direction âgé de plus de 70 ans engendre habituellement une hausse du cours des actions de l'entreprise. Souvent, le décès d'un actionnaire dominant entraîne la dispersion du capital-actions de l'entreprise parce que les héritiers veulent liquider leurs placements. Cependant, la transmission par héritage de blocs d'actions dominants peut aussi signifier que des héritiers moins compétents occuperont des postes de contrôle qu'ils n'ont pas mérités. Morck et Stangeland (1994) ont constaté que, dans les entreprises où les actionnaires dominants sont les héritiers du fondateur, le rendement est sensiblement moins bon que dans les autres entreprises du même âge et de la même taille évoluant dans le même secteur.

Les entreprises ayant deux catégories d'actions : le pire des deux mondes ?

La loi et la pratique au Canada permettent aux sociétés d'émettre librement plusieurs catégories d'actions comportant des droits de vote différents. En théorie, cela permet aux entreprises à propriété concentrée de croître sans que l'actionnaire dominant en perde le contrôle. Sur un plan pratique, beaucoup d'observateurs craignent que cela puisse exposer les entreprises canadiennes au pire des deux mondes. En émettant à leur intention des actions comportant des droits de vote multiples, tandis que les autres investisseurs détiennent des actions ayant peu sinon aucun droit de vote, les actionnaires dominants peuvent s'enraciner même s'ils ne possèdent qu'une petite fraction du capital de l'entreprise.

Les recapitalisations axées sur deux catégories d'actions (c'est-à-dire la transformation d'entreprises dont les actions n'offrent qu'un droit de vote pour leur donner une structure à plusieurs catégories d'actions comportant droit de vote) peuvent avoir un caractère coercitif. Ainsi, supposons que les petits actionnaires d'une entreprise dont les actions comportent un seul droit de vote aient deux semaines pour décider de convertir leurs actions ordinaires en actions ordinaires de catégorie B qui ne comporteront aucun droit de vote mais qui donneront lieu à un dividende extraordinaire, ou de conserver leurs actions ordinaires actuelles (qui deviendront des actions ordinaires de catégorie A), lesquelles sont assorties d'un droit de vote. D'une part, chaque petit actionnaire sait que si tous les autres convertissent leurs actions alors que lui conserve ses actions de catégorie A, il ne touchera pas le dividende extraordinaire et se retrouvera avec un droit de vote essentiellement inutile. Il aurait donc intérêt à convertir ses actions. D'autre part, si tous les autres actionnaires conservent leurs actions de catégorie A et qu'il choisit de convertir les siennes en actions de catégorie B, son geste ne permettra pas aux gestionnaires de s'incruster; il serait tout aussi bien de toucher le dividende. Il aurait aussi intérêt à convertir ses actions dans ce scénario. Essentiellement, chaque petit actionnaire est incité à convertir ses actions en actions ne comportant aucun droit de vote en dépit du fait que cette démarche permet aux gestionnaires de s'enraciner, réduisant ainsi la valeur de l'entreprise. Jarrell et Poulson (1988)

ont montré de façon empirique que les recapitalisations visant à établir deux catégories d'actions ont tendance à favoriser le retranchement des gestionnaires et à faire chuter la valeur de l'entreprise.

À l'heure actuelle, les lois sur les sociétés et les valeurs mobilières limitent la portée des recapitalisations opportunistes de deux façons. Premièrement, les actionnaires ont la possibilité d'intenter une poursuite collective ou de se prévaloir d'un recours pour abus en invoquant qu'un tel comportement est motivé par une fin illégitime. Une telle requête serait pertinente dans le contexte d'une restructuration du capital-actions survenant à l'occasion d'une tentative de prise de contrôle hostile. Deuxièmement, les lois sur les sociétés (plus précisément les dispositions relatives aux changements fondamentaux) et les lois sur les valeurs mobilières (par exemple, la *Politique 1.3 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario*) exigent qu'un vote spécial des actionnaires soit pris au moment de la création d'une structure comportant deux catégories d'actions. Un tel vote permet aux actionnaires dissidents de s'opposer aux recapitalisations opportunistes de ce genre.

LES MOYENS DE DÉFENSE CONTRE LES PRISES DE CONTRÔLE : PROTÉGER LES ACTIONNAIRES CONTRE LES TENTATIONS DE LA RICHESSE ?

LES TENTATIVES DE PRISE DE CONTRÔLE HOSTILES DE SOCIÉTÉS sont des événements où les gestionnaires en place et les travailleurs se retrouvent souvent opposés aux actionnaires. Les tentatives de prise de contrôle sont toujours favorables aux actionnaires parce que les offres d'acquisition du contrôle sont habituellement assorties d'une prime de plus de 30 p. 100 sur le prix auquel s'échangeaient auparavant les actions sur le marché et elles sont parfois beaucoup plus élevées. Il est difficile de voir pourquoi des actionnaires auraient besoin d'être protégés contre la vente de leurs actions à des conditions aussi favorables. De fait, les défenseurs des droits des actionnaires affirment que les moyens de défense contre les prises de contrôle visent principalement à permettre aux dirigeants de l'entreprise de conserver la position confortable dans laquelle ils se sont installés.

Ce point de vue est peut-être excessif. Dans certaines circonstances, les actionnaires ont intérêt à ce qu'une tentative de prise de contrôle soit retardée afin que l'on puisse trouver un autre acheteur. Si l'on réussit à déclencher une surenchère, le prix auquel se fera éventuellement la prise de contrôle pourrait être sensiblement haussé. Invoquant cette justification, plusieurs grandes entreprises canadiennes ont adopté des mécanismes de défense contre les prises de contrôle hostiles.

Les pilules empoisonnées

Les modifications apportées aux statuts constitutifs de certaines sociétés pénalisent les actionnaires qui acquièrent plus qu'un certain nombre d'actions.

Ainsi, une pilule empoisonnée peut être activée en déclarant que quiconque achète plus de 15 p. 100 des actions comportant droit de vote en circulation est une « personne faisant une acquisition », en précisant que dans l'éventualité où quelqu'un deviendrait une « personne faisant une acquisition », tous les autres actionnaires sauf cette personne recevront gratuitement dix actions pour chaque action détenue. Cela réduit de 90 p. 100 la valeur de la participation de l'acquéreur et la partie des droits de vote qu'il détient, ce qui signifie à toutes fins pratiques qu'il est ramené au point de départ.

Au Canada, les actionnaires doivent voter en vue d'approuver les pilules empoisonnées. Cependant, dans certains cas, le vote est lié à d'autres questions, par exemple une hausse des dividendes, ce qui peut faire planer un doute sur la mesure dans laquelle l'approbation des actionnaires est vraiment volontaire. Mais le type de pilules empoisonnées adoptées au Canada est beaucoup moins virulent qu'aux États-Unis, ce qui laisse penser que l'obligation d'obtenir l'aval des actionnaires limite quelque peu la portée de l'opportunisme. Ce qui est plus significatif, plusieurs projets de pilules empoisonnées ont été rejetés par les tribunaux et les commissions de valeurs mobilières au Canada[9]. Le thème général de ces jugements est que les pilules empoisonnées peuvent permettre aux gestionnaires de gagner du temps pour susciter une autre offre dans l'intérêt des actionnaires mais, éventuellement, ces derniers doivent avoir l'occasion de décider s'ils veulent ou non déposer leurs actions en réponse à une offre.

Plafonds imposés sur les droits de vote

Des plafonds légiférés sur les droits de vote pouvant être exercés s'appliquent à de nombreuses sociétés créées par une loi du Parlement, notamment les banques à charte et les sociétés d'État privatisées comme Air Canada et PWA. Ces conditions, précisées dans les textes de loi ayant servi à constituer ces entreprises, interdisent à tout actionnaire de posséder plus qu'un nombre limité des actions de l'entreprise. Dans le cas d'Air Canada, la limite a été fixée à 4 p. 100. Dans le cas des banques, elle est de 10 p. 100. Les plafonds sur les droits de vote sont une forme extrême de pilule empoisonnée.

Règles relatives aux prises de contrôle

En vertu des lois canadiennes sur les valeurs mobilières, une offre publique d'achat est définie comme toute offre visant l'acquisition du capital-actions d'un émetteur qui permettrait à l'auteur de l'offre de détenir plus de 20 p. 100 d'une catégorie donnée d'actions. Lorsqu'une prise de contrôle est présumée avoir eu lieu, l'acquéreur doit se conformer à certaines règles, y compris l'acceptation des actions au *pro rata*, des périodes minimales d'offres, des obligations en matière de divulgation de renseignements et ainsi de suite. Dans le cas de l'acquisition du contrôle auprès d'actionnaires dispersés, les règles

imposées par la législation canadienne en matière de valeurs mobilières ne sont pas très différentes de celles qui s'appliquent aux États-Unis. La différence la plus importante a trait au contexte dans lequel se fait la cession du contrôle par celui qui le détient actuellement. Alors que ces transactions sont assujetties uniquement à un examen *ex post* sélectif pour en vérifier l'équité générale aux États-Unis, tout le régime des prises de contrôle s'applique à ces transactions au Canada, ce qui permet à tous les actionnaires de participer de façon proportionnelle à l'opération. Cette règle a pour effet de hausser le coût d'une transaction visant un changement de contrôle pour l'acquéreur éventuel. Puisque le détenteur actuel du bloc de contrôle ne sera probablement pas intéressé à se départir d'une fraction seulement de ses actions (la situation d'actionnaire minoritaire n'est pas une perspective attrayante pour un actionnaire qui détient le contrôle d'une entreprise), l'acquéreur est forcé d'offrir d'acquérir 100 p. 100 des actions de la société. De nombreux analystes financiers considèrent qu'il s'agit là d'une règle anti-prise de contrôle à peine voilée. En s'efforçant de rendre les prises de contrôle parfaitement équitables, nous avons peut-être rendu nombre d'entre elles beaucoup trop coûteuses.

Au bout du compte, les moyens de défense contre les prises de contrôle profitent-ils aux actionnaires ? À première vue, la réponse à cette question semble être « non ». Les données empiriques laissent penser que, dans l'ensemble, les moyens de défense contre les prises de contrôle comportent un élément de retranchement. Stangeland (1994) a constaté que les entreprises qui disposent de pilules empoisonnées enregistrent des rendements inférieurs à ceux qu'obtiennent leurs concurrentes du même secteur qui ne possèdent pas de tels mécanismes de défense contre les prises de contrôle. D'autres études récentes ont également fait ressortir une corrélation positive entre, d'une part, l'adoption de pilules empoisonnées et d'autres moyens de défense contre les prises de contrôle et, de l'autre, une diminution de la valeur des actions. Une étude récente de Comment et Schwert (1995) semble toutefois contredire ces résultats.

Les entreprises ayant des liquidités excédentaires

Le professeur Michael Jensen du Harvard Business School soutient que la politique financière d'une société est étroitement liée aux questions de régie. Il a émis l'hypothèse que dans les secteurs parvenus à maturité, les opérations courantes d'une entreprise lui permettent d'enregistrer des rentrées de fonds sensiblement supérieures à ses besoins d'investissement en capital rentables. Ce surplus est appelé « liquidités excédentaires ». Les entreprises devraient utiliser les liquidités qu'elles ne peuvent investir de façon profitable dans leurs opérations internes pour verser des dividendes plus importants. Dans les entreprises où la régie est inadéquate, les gestionnaires chercheront à conserver le contrôle sur les fonds excédentaires de l'entreprise en les affectant à des projets d'investissement sous-optimaux. Selon Jensen (1986), un faible taux de dividende

dans une industrie parvenue à maturité est un indice manifeste d'une mauvaise régie d'entreprise. Il affirme aussi que pour empêcher les gestionnaires de mal investir ces fonds, les entreprises qui évoluent dans les industries parvenues à maturité et générant des liquidités importantes devraient avoir un taux d'endettement assez élevé. Aussi, il y a une forte probabilité que les entreprises qui ont beaucoup de liquidités mais peu de dettes disposent aussi d'un piètre système de régie.

L'étude de Gagnon et St-Pierre présentée dans cet ouvrage tente un premier examen des données canadiennes et aboutit à la conclusion qu'il n'y a pas de preuve d'un lien systématique entre le ratio d'endettement ou la politique de dividende et le rendement. Des tests empiriques plus précis, comme ceux faits aux États-Unis, n'ont pas encore été effectués dans le cas du Canada.

LES CONGLOMÉRATS : UN JEU DE FAÇADE ?

AU CANADA, COMME EN EUROPE CONTINENTALE, EN CORÉE ET AU JAPON, une bonne partie de l'activité des entreprises se déroule dans le cadre de conglomérats regroupant de nombreuses entreprises liées qui, collectivement, détiennent des blocs assurant le contrôle de leur capital-actions respectif. Des membres du public possèdent le reste des actions à chaque niveau.

En théorie économique, il y a de nombreuses raisons légitimes permettant d'expliquer la présence des conglomérats. Il est coûteux pour les entreprises de lever des fonds à l'extérieur. Le financement de projets d'investissement est plus simple et moins coûteux s'il peut être fait à l'aide de fonds internes. Les conglomérats peuvent servir en quelque sorte de marché des capitaux internes pour les entreprises qui en font partie. Les liquidités excédentaires d'une entreprise peuvent être investies dans une autre si le rendement qu'elle offre est plus élevé. Si les conglomérats sont dirigés par des gestionnaires qui comprennent et qui peuvent contrôler la totalité de ses parties constituantes, cela *devrait* être très logique sur le plan économique.

Cependant, de façon générale, le rendement des conglomérats n'a pas été à la hauteur de ces attentes. Lang et Stulz (1992) ont montré que le rendement des conglomérats tirait de l'arrière sur celui des entreprises ayant un objectif plus centré. En outre, les déboires de conglomérats tels qu'Argus, Olympia and York et le groupe Hees-Edper a accentué les doutes qu'ont les investisseurs au sujet de la valeur économique réelle des conglomérats. Aux États-Unis, les conglomérats représentent une part disproportionnée des tentatives de prise de contrôle hostiles. Les prédateurs ont constaté que le prix des actions de certains conglomérats était si bas qu'il était possible de faire de l'argent en achetant le conglomérat, en le démantelant et en en revendant les parties séparément. Dans ce cas du moins, la somme des parties vaut beaucoup plus que l'ensemble.

On s'entend généralement pour dire que le problème inhérent aux conglomérats est qu'ils sont plus difficiles à gérer que les sociétés ayant un mandat

bien précis. Il est difficile, voire impossible, pour les gestionnaires du siège social d'un conglomérat de comprendre de façon suffisamment approfondie chaque secteur d'activité pour formuler des stratégies qui donnent d'aussi bons résultats que celles de leurs rivaux dont les activités sont plus concentrées. Cela compromet l'un des principaux avantages qu'offre un conglomérat – la possibilité d'affecter le capital du groupe là où il promet d'engendrer les rendements les plus élevés. Mais il y a plus, les conglomérats font surgir une toute nouvelle série de problèmes d'encadrement.

En contrôlant les dividendes inter-entreprises, en faisant en sorte que les sociétés du groupe se prêtent mutuellement des fonds à des taux d'intérêt différents de ceux du marché, en établissant, pour les biens ou les services échangés, un système de facturation intersociété comportant des prix artificiels, ou en transférant des éléments d'actif à des prix théoriques, les gestionnaires des conglomérats peuvent réduire les bénéfices d'une entreprise et hausser ceux d'une autre. La crainte exprimée est que les bénéfices réalisés dans les entreprises où les initiés possèdent une part relativement moins grande du capital-actions pourraient être détournés vers des entreprises où ils possèdent la plus grande partie ou la totalité des actions – en quelque sorte un jeu de passe-passe entre entreprises. Dans un tel cas, les problèmes d'encadrement représentent la version collective de ceux que l'on observe dans une entreprise à propriété concentrée : l'actionnaire interne qui contrôle le conglomérat peut s'enrichir aux dépens des actionnaires de l'extérieur de toutes les entreprises du groupe.

Un problème semblable se pose pour les administrations fiscales d'autres pays où les capitaux passent des entreprises rentables, c'est-à-dire imposables, à d'autres qui enregistrent des pertes au sein du conglomérat. Ce n'est pas un problème qui se pose au Canada en raison du fait que le paiement des dividendes en franchise d'impôt est tout à fait légal à l'intérieur d'un groupe de sociétés.

De fait, comme il ressort de l'étude de Daniels, Morck et Stangeland, de nombreux autres aspects du cadre juridique et institutionnel canadien facilitent aussi la formation des conglomérats. La version actuelle de la *Loi sur les sociétés d'investissement* constitue une barrière moins efficace à la création de conglomérats possédant un grand nombre de filiales en propriété partielle que la version de 1940 du même texte de loi; de plus, ces exigences peuvent facilement être contournées en constituant certaines sociétés au palier provincial. Les déductions plus libérales accordées au Canada pour les frais d'intérêt reviennent à subventionner l'endettement, ce qui assure le financement des acquisitions à des conditions favorables. L'absence d'un régime de divulgation rigoureux en matière de valeurs mobilières au Canada, s'appuyant sur un ensemble de recours privés, réduit la transparence des opérations internes des sociétés et accroît l'attrait de la forme d'organisation qu'est le conglomérat pour les initiés opportunistes. De même, l'absence d'un devoir fiduciaire des actionnaires majoritaires envers les actionnaires minoritaires, clairement articulé dans les lois

sur les sociétés au Canada, contribue à expliquer, du moins dans une perspective historique, l'attrait des conglomérats pour les actionnaires dominants opportunistes. L'absence de telles obligations fiduciaires signifie que les actionnaires dominants peuvent s'engager dans des opérations intéressées inéquitables plus facilement qu'ils pourraient le faire aux États-Unis.

Les auteurs ont fait valoir que les politiques industrielles mercantilistes des gouvernements canadiens successifs ont encouragé la formation de conglomérats. Les restrictions imposées sur les investissements que les Canadiens peuvent faire à l'étranger, notamment les règles de la *Loi de l'impôt sur le revenu* visant les biens étrangers, réduisent la gamme des placements qui s'offre aux actionnaires canadiens. Lorsqu'ils sont en désaccord avec les politiques que suivent les gestionnaires d'une entreprise, les actionnaires ont moins de solutions de rechange à envisager pour placer leurs capitaux que s'ils pouvaient investir librement à l'étranger. Cela pourrait avoir permis que survivent des structures de propriété en conglomérat inefficientes et, ainsi, prolongé l'effet de redistribution de la richesse des investisseurs au profit des initiés dans les entreprises canadiennes. Le protectionnisme commercial et le traitement fiscal favorable de certaines catégories de placements en capital-actions au pays-même ont aussi favorisé une économie industrielle tournée vers l'intérieur. Les sociétés ont produit une vaste gamme de biens et services pour le marché canadien protégé, plutôt que de concentrer leur efforts sur une gamme plus restreinte de produits concurrentiels destinés au marché mondial. Dans ce contexte, les conglomérats diversifiés ont été le véhicule tout indiqué pour assurer la croissance des sociétés. Un contexte politique plus propice à la concentration du pouvoir économique a favorisé encore davantage la formation de conglomérats, en contraste marqué avec la situation observée aux États-Unis. Alors que la tradition politique américaine nourrit une méfiance profonde et tenace à l'égard de la concentration du pouvoir économique, le cadre politique canadien est plus décontracté. Ici, l'édification et la préservation d'une identité nationale fragile a facilement pris le dessus sur les préoccupations que pouvait susciter la concentration du pouvoir. Dans la mesure où la concentration économique est le résultat inexorable du nationalisme, les dirigeants politiques canadiens ont jugé que c'était le prix à payer pour promouvoir des objectifs collectivistes.

LES MULTINATIONALES : UN JEU DE PASSE-PASSE À L'ÉCHELON MONDIAL ?

LES SOCIÉTÉS MULTINATIONALES SONT DES ORGANISATIONS MULTI-ENTREPRISES semblables aux conglomérats mais dont la justification économique est plus évidente. Toutes les filiales d'une multinationale évoluent habituellement dans le même secteur d'activité, de sorte que l'organisation dans son ensemble est plus facile à diriger pour les gestionnaires du siège social que ce n'est le cas d'un conglomérat d'entreprises chevauchant plusieurs secteurs. En outre, les multinationales ont

immédiatement accès aux marchés de nombreux pays. Cela peut représenter un avantage critique pour obtenir rapidement un rendement élevé sur des investissements coûteux, par exemple en R-D. Les investissements que représentent les coûts d'innovation, de production et de commercialisation sont souvent minimes en comparaison des coûts de R-D qui doivent être absorbés *ex ante*. Ainsi, plus est grand le marché auquel a accès une entreprise pour écouler son nouveau produit, plus est élevé le rendement qu'elle obtient sur ses coûts de R-D. La structure d'organisation multinationale est presque essentielle pour les entreprises évoluant dans des secteurs à fort coefficient de R-D, comme les produits pharmaceutiques, les ordinateurs, le matériel de télécommunication, les appareils électroniques destinés au marché de la consommation, etc. Dans ces secteurs, les entreprises évitent souvent de s'associer à des partenaires étrangers parce qu'elles craignent qu'ils réussissent, par ingénierie inverse, à obtenir le secret d'un produit ou leur voler de précieux renseignements. Les mêmes considérations s'appliquent dans d'autres secteurs où les coûts de promotion sont élevés au départ, par exemple l'enregistrement de la musique ou la production de films, même si la conclusion d'ententes avec des partenaires étrangers y est une solution plus pratique. Morck et Yeung (1991, 1992) ont présenté des données empiriques qui montrent que les filiales étrangères contribuent à ajouter de la valeur seulement dans le cas des entreprises ayant des dépenses de R-D ou de publicité élevées.

Il y a toutefois une autre raison qui explique la structure multinationale : l'évitement fiscal. En déplaçant les bénéfices entre les filiales (par les mêmes méthodes que celles employées par les conglomérats), les multinationales peuvent déterminer quelles filiales sont les plus rentables et, partant, les plus imposées. Harris et coll. (1993) présentent des données empiriques qui indiquent que les multinationales américaines transfèrent régulièrement des revenus des filiales les plus fortement taxées à celles qui le sont moins. Les taux d'imposition sont plus élevés au Canada que dans bon nombre d'autres pays où l'on retrouve des multinationales. En raison des taux d'imposition élevés, les multinationales présentes sur le marché canadien sont fortement incitées à transférer systématiquement les bénéfices de ces entreprises hors du pays en manipulant les prix de cession. Non seulement un tel comportement réduit-il les bénéfices enregistrés par la filiale canadienne, mais il réduit aussi la richesse des investisseurs canadiens qui détiennent une participation minoritaire dans les filiales des multinationales. Ce phénomène illustre de façon flagrante la loi des conséquences inattendues; en effet, la politique du Canada en matière de fiscalité et d'investissement étranger a favorisé la création de filiales détenues partiellement par des intérêts étrangers[10].

Les coopératives : l'argent des membres ?

Certains secteurs d'activité, où l'on retrouve des sociétés dans d'autres pays, sont occupés par des coopératives au Canada. Ces organisations appartiennent

à leurs membres mais sont contrôlées par des gestionnaires professionnels. Ainsi, en théorie, elles pourraient éprouver certains des problèmes liés au manque d'obligation de rendre compte des gestionnaires qui se posent dans les entreprises à propriété dispersée et celles où les gestionnaires se sont incrustés.

Les sociétés d'État : l'argent des contribuables ?

En dépit de la vague de privatisations survenue durant les années 80, les sociétés d'État sont encore très présentes dans les milieux d'affaires canadiens. Il est peu probable que des sociétés telles que la SRC, les Alberta Treasury Branches, Ontario Hydro et BC Tel soient privatisées dans un avenir prévisible. Les universités et les hôpitaux sont d'autres établissements qui demeureront dans le secteur public. Compte tenu des problèmes d'encadrement qui déforment la prise de décision dans le secteur privé, le modèle de propriété du secteur public représente-t-il une solution de rechange intéressante ?

La réponse est immédiatement « non ». Megginson, Nash et Van Randenborgh (1994) ont montré que le rendement des entreprises contrôlées par l'État, y compris celles qui ne sont que partiellement la propriété de l'État, est clairement inférieur à celui d'entreprises semblables évoluant dans le secteur privé. Cela nous incite à nous demander « pourquoi ? »

La raison semble attribuable au fait que les entreprises détenues par l'État ont leurs propres problèmes d'encadrement qui, à de nombreux égards, sont encore plus difficiles à résoudre que ceux qui se posent dans les entreprises du secteur privé. En principe, les sociétés d'État devraient être gérées dans l'intérêt public. En pratique, cela signifie souvent qu'elles sont gérées en fonction des intérêts des dirigeants politiques et des gens nommés par ces derniers, qui n'ont à assumer aucun des coûts importants découlant de mauvais investissements, de l'édification d'empires, etc., alors que les gestionnaires et les actionnaires dominants des entreprises du secteur privé doivent assumer une fraction (limitée) de ces coûts. Le principal problème d'encadrement dans les entreprises d'État est que les dirigeants politiques et les personnes qu'ils nomment pour diriger ces entreprises ont tendance à perdre de vue leur responsabilité envers le public. De plus, dans les entreprises du secteur privé, une régie dysfonctionnelle se trouve éventuellement contrainte par les piètres résultats obtenus, voire la faillite qui peut en résulter. Les entreprises d'État ont ce que les économistes appellent des contraintes budgétaires « souples » : leurs déficits sont assumés par les contribuables. Elles peuvent donc tolérer un moins bon régime de régie que les entreprises du secteur privé. De surcroît, les mécanismes qui limitent les problèmes d'encadrement dans les entreprises privées – les droits de vote exercés par les gestionnaires, les prises de contrôle, l'évaluation des projets faite par les marchés de capitaux, etc. – sont absents de la régie des entreprises d'État. Le seul levier restrictif entre les mains du public

est la menace de porter au pouvoir des dirigeants politiques qui privatiseront l'entreprise, une solution à laquelle on a de plus en plus recours aujourd'hui.

Les autres entreprises à but non lucratif : l'argent des donateurs ?

Par leur taille et leur complexité, les plus grands organismes de bienfaisance ressemblent aux grandes sociétés. Leurs dirigeants ont des responsabilités semblables à celles des cadres de direction des entreprises et les décisions qu'ils prennent ont des répercussions financières tout aussi importantes. Mais ces organismes ne sont pas assujettis au vote des actionnaires, à la publication de rapports annuels, etc. Pour s'assurer qu'ils rendent des comptes, les règles relatives à la responsabilité des administrateurs s'appliquent aussi aux organismes de bienfaisance, même ceux d'envergure locale. Est-ce là la meilleure façon de veiller à ce que les gestionnaires de ces organismes agissent comme s'y attendent leurs donateurs ?

Les études publiées dans cet ouvrage

Dans cet ouvrage, Industrie Canada et la Fondation canadienne de recherche financière ont regroupé les réflexions d'universitaires canadiens réputés dans les domaines du droit et des affaires sur des sujets touchant à la régie des sociétés au Canada. Les travaux de ces chercheurs ont été présentés lors d'une conférence de deux jours parrainée par Industrie Canada et la Fondation canadienne de recherche financière qui s'est tenue à Toronto, au début de 1995. Un certain nombre de spécialistes avaient alors été invités à faire des commentaires sur ces travaux; leurs observations sont aussi publiées dans le présent ouvrage.

Problèmes et possibilités liés à la régie des sociétés canadiennes

Dans l'étude intitulée « Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord », P. Someshwar Rao et Clifton Lee-Sing, tous deux d'Industrie Canada, présentent une analyse statistique détaillée qui englobe plusieurs centaines d'entreprises du Canada et des États-Unis. Essentiellement, les auteurs ont estimé la corrélation qui existe entre divers indicateurs de la stratégie d'entreprise, par exemple le ratio d'endettement, l'intensité du capital, les dépenses de R-D et la pénétration des marchés étrangers, et des indicateurs de régie d'entreprise, par exemple le fait que le capital d'une société soit dispersé ou concentré et la façon dont son conseil d'administration est structuré. Toutes ces variables sont mesurées en fonction de repères calculés pour les entreprises appartenant à un groupe de taille

donné, dans une industrie particulière. Les auteurs ont ensuite effectué une analyse semblable pour établir la corrélation qui existe entre les mesures comptables habituelles du rendement, par exemple le rendement sur l'avoir ou le rendement sur l'actif, et diverses mesures de la croissance et de la productivité, aussi calculées en fonction de repères liés à la taille et à l'industrie.

Les résultats qu'ils ont obtenus sont assez intéressants. Les auteurs n'ont observé aucun effet systématique de la propriété institutionnelle (caisses de retraite, etc.) sur la stratégie d'entreprise ou sur le rendement au Canada, mais ils ont relevé des effets positifs dans l'un et l'autre cas aux États-Unis. Cela soulève la question de savoir pourquoi les investisseurs institutionnels canadiens sont plus réticents à intervenir pour imposer une meilleure régie d'entreprise que leurs homologues américains. D'autres études publiées dans cet ouvrage tentent de fournir des réponses à ces questions. Elles n'ont fait ressortir que peu de différences au niveau de la stratégie ou du rendement entre les entreprises canadiennes à propriété dispersée et à propriété concentrée, tout en révélant des effets positifs pour la participation accrue des initiés à la propriété de l'entreprise et des effets négatifs pour la propriété très concentrée dans le cas des entreprises américaines.

Ces résultats corroborent et viennent s'ajouter à ceux d'autres études effectuées dans les deux pays. Morck et Stangeland (1994) ont constaté que la différence fondamentale au Canada se situe entre des catégories d'entreprises dont la propriété est concentrée. Les entreprises ayant un capital-actions peu dispersé qui sont contrôlées par des entrepreneurs affichent un meilleur rendement que les entreprises dont la propriété est largement dispersée, mais les entreprises à propriété concentrée contrôlées par des héritiers tirent de l'arrière sur le premier groupe. Plusieurs études portant sur des données américaines, dont celles de Morck et coll. (1988), McConnell et Servaes (1990) et d'autres, ont révélé qu'une participation plus grande des initiés au capital-actions améliorait le rendement de l'entreprise jusqu'à un certain seuil, au delà duquel une forte concentration de la propriété est associée à un moins bon rendement.

Les résultats obtenus par Rao et Lee-Sing pour les variables qui rendent compte de la structure du conseil d'administration sont aussi intéressants. Ils montrent qu'au Canada, les conseils comptant un grand nombre d'administrateurs sont associés à un niveau moins élevé de R-D, ainsi qu'à un rendement et à une productivité généralement plus faibles, tandis qu'aux États-Unis les vastes conseils d'administration semblent n'avoir que peu d'effet, positif ou négatif. Les auteurs ont constaté que les administrateurs étrangers avaient un effet positif modeste dans le cas des entreprises canadiennes, tout comme le fait que le chef de la direction occupe aussi le poste de président du conseil d'administration. Les auteurs n'ont observé aucun effet réel sur le rendement de l'entreprise moyenne aux États-Unis. Ces résultats concordent avec ceux d'autres études américaines, par exemple celles de Weisbach (1988), de Morck et coll. (1989) et de Hermalin et Weisbach (1991), qui sont arrivés à la conclusion que la structure du conseil d'administration ne semblait pas être une

variable importante pour la plupart des entreprises, sauf lorsqu'elles ont un mauvais rendement. Dans les deux pays, il y a une corrélation positive entre la présence d'administrateurs externes au sein du conseil et un mauvais rendement.

Il importe de signaler les limites de ces données statistiques. Premièrement, une corrélation statistique ne signifie habituellement pas qu'il y a un lien de causalité. Par exemple, une corrélation entre la présence d'actionnaires internes au conseil d'administration et un bon rendement pourrait être due au fait que les administrateurs de l'extérieur sont la cause d'un mauvais rendement ou qu'une mauvaise gestion incite les actionnaires à exiger la nomination d'un plus grand nombre d'administrateurs externes. Les données statistiques de ce genre que l'on trouve dans le présent ouvrage peuvent corroborer ou non une conclusion particulière; mais elles ne sauraient constituer une preuve définitive. Deuxièmement, les résultats de cette étude proviennent d'une méthode d'analyse statistique appelée régression multiple, qui vise à examiner les effets d'une variable au delà des effets des autres variables. Ainsi, le fait qu'il y ait corrélation positive entre la présence d'administrateurs internes et le rendement, tandis qu'il n'y en a pas dans le cas de la participation des initiés à la propriété, signifie que le dernier facteur n'a pas de lien avec le rendement dans les entreprises ayant le même pourcentage d'administrateurs internes. Si la présence de nombreux administrateurs internes découle du fait que les initiés détiennent une participation importante au capital-actions, manifestement la participation de ces derniers à la propriété demeure un facteur important.

Dans l'étude intitulée « Contrôle et rendement : Données tirées du TSE 300 », Vijay Jog, un éminent professeur d'administration des affaires de l'Université Carleton, et Ajit Tulpule, du Corporate Renaissance Group (d'Ottawa), montrent que le rendement en pourcentage obtenu par les actionnaires entre 1977 et 1991 était comparable dans les entreprises canadiennes à propriété concentrée et à propriété dispersée. Les résultats de Jog et Tulpule ne prouvent pas que la structure de propriété n'a aucun effet sur les prix des actions. Ils pourraient vouloir dire que le prix des actions des entreprises dont la propriété est dispersée est inférieur au prix des actions des entreprises dont la propriété est concentrée, par la même marge tout au long de la période étudiée. Cependant, leurs résultats montrent aussi que la concurrence accrue attribuable à la libéralisation des échanges internationaux n'a ni aidé ni nui de façon exagérée aux entreprises canadiennes dont le capital-actions est concentré ou dispersé. Jog et Tulpule présentent aussi des comparaisons de diverses mesures comptables du rendement pour les entreprises à propriété concentrée et les entreprises à propriété dispersée; ils n'ont relevé, ici aussi, aucune différence. Cette analyse n'est pas strictement comparable à celle de Rao et Lee-Sing parce que ces derniers ont utilisé des mesures relatives du rendement, calculées en fonction de repères pour la taille et l'industrie, tandis que les mesures comptables du rendement employées par Jog et Tulpule ne sont pas corrigées.

Giovanni Barone-Adesi, professeur Peter Pocklington de libre-entreprise à l'Université de l'Alberta, indique dans son commentaire qu'il n'est pas surpris du fait que les résultats obtenus dans le cas des États-Unis ne sont pas confirmés au Canada. Il y a de nombreuses différences institutionnelles entre les deux pays. Les gestionnaires canadiens ne sont pas exposés à des poursuites collectives de la part des actionnaires, ils peuvent utiliser des structures de capital-actions à deux catégories pour conserver le contrôle tout en émettant de grandes quantités de titres, ils sont moins exposés au risque d'une prise de contrôle hostile en raison de la présence de clauses de protection, etc. En raison de ces différences, affirme Barone-Adesi, la plupart des gestionnaires canadiens sont bien protégés contre les actionnaires, quelle que soit la structure de leur conseil d'administration ou la répartition des actions de leur société. L'auteur ajoute que l'on pourrait remédier à cette situation en facilitant les recours collectifs pour les actionnaires. Il signale en outre que la France impose une obligation juridique spéciale aux actionnaires dominants et soutient que cette approche pourrait être appropriée également dans le cas du Canada.

David Stangeland de la Drake School of Management de l'Université du Manitoba, affirme dans son commentaire que Jog et Tulpule ont fait une contribution importante en insistant sur le fait que les rapports qui existent entre les caractéristiques de régie des entreprises et leur rendement peuvent changer avec le temps, au fil de l'évolution des institutions et de la nature des pressions concurrentielles qui s'exercent. Il souligne aussi que la structure de propriété et les autres caractéristiques de régie propres à une entreprise diffèrent sensiblement d'une industrie à l'autre, en faisant valoir que les études dans ce domaine doivent mesurer ces caractéristiques relativement à des normes établies pour l'ensemble du secteur.

Le conseil d'administration et au-delà

Comme nous l'avons indiqué précédemment, le but premier de tout régime de régie d'entreprise est de résoudre les problèmes liés à la délégation des pouvoirs des actionnaires aux administrateurs et aux gestionnaires. L'un des aspects marquants du débat récent sur la régie d'entreprise est la mesure dans laquelle celui-ci s'est concentré sur le conseil d'administration aux dépens d'autres mécanismes. Si le conseil d'administration est manifestement le centre névralgique d'une société sur le plan juridique, il est tout aussi clair que d'autres mécanismes organisationnels et de marché peuvent contribuer à atténuer les problèmes d'encadrement dans l'entreprise moderne. Ainsi, depuis Henry Manne, on a reconnu de plus en plus que le marché du contrôle des sociétés pouvait assumer la fonction de surveillance et de discipline des gestionnaires dans les sociétés à propriété dispersée. Plus récemment, les chercheurs dans ce domaine se sont intéressés aux modalités de rémunération des dirigeants personnalisées et à l'intervention sélective des investisseurs institutionnels comme moyen d'harmoniser les intérêts des actionnaires et ceux des gestionnaires.

L'étude de Jean-Marie Gagnon, de l'Université Laval, et de Josée St-Pierre, de l'Université du Québec, intitulée « Les mécanismes de régie d'entreprise et la composition du conseil d'administration », procède d'une vision holistique du système de contrôle des sociétés. Les auteurs emploient une analyse avantages-coûts pour évaluer l'efficacité de divers mécanismes de responsabilisation, pour ensuite élaborer une taxonomie qui relie divers systèmes de contrôle à différentes structures de société. Cette analyse s'appuie sur la conviction que les actionnaires chercheront, dans certaines limites, à adopter le moyen le plus efficient de contrôler le comportement des gestionnaires. Les résultats de l'analyse de Gagnon et St-Pierre indiquent que la répartition des droits de vote dans l'entreprise influe sur le mécanisme de contrôle retenu. Notamment, les auteurs constatent que, dans les sociétés dont la propriété est dispersée, le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes augmente proportionnellement à la participation détenue par les principaux actionnaires externes (ce qui pointe en direction de la nomination d'administrateurs comme moyen de surveiller le rendement), et diminue proportionnellement à la participation des administrateurs internes au capital-actions (ce qui indiquerait un phénomène de retranchement).

L'une des conséquences les plus importantes de l'étude de Gagnon et St-Pierre est de nous rappeler que les marchés peuvent concevoir des systèmes de contrôle qui soutiennent une multitude d'activités dans les entreprises sans nécessiter l'intervention externe de l'État – bien qu'ils ne soient pas toujours infaillibles. En d'autres termes, aussi longtemps que les actionnaires peuvent avoir accès à des renseignements précis et à jour sur la structure et le rendement de l'entreprise, ils devraient être en mesure d'exercer des pressions sur les gestionnaires et les actionnaires dominants pour qu'ils adoptent des modalités de régie qui accroissent le bien-être tout en réduisant la nécessité d'une intervention gouvernementale qui pourrait être déstabilisatrice. La propension des marchés à résoudre les problèmes de régie est révélatrice et il importe d'en tenir compte au moment d'envisager la nature et la portée des lois dans ce domaine.

Dans l'étude intitulée « La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise », les professeurs de gestion Ramy Elitzur et Paul Halpern, de l'Université de Toronto, font un examen systématique des pratiques de rémunération des sociétés publiques au Canada, à l'aide de données découlant des modifications récemment apportées à la réglementation en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario*. Elitzur et Halpern citent des données des États-Unis qui révèlent la présence d'une relation faible mais positive entre l'adoption de modalités de rémunération incitatives (à court terme et à long terme) et l'augmentation du prix des actions (Bhagat et coll., 1985; Brickley et coll., 1985; Larcker, 1983 et Tehranian et Waegelin, 1985). Ils examinent aussi des études ayant porté sur une gamme plus vaste de mesures du rendement des entreprises après l'adoption de formules de rémunération incitatives et constatent un lien entre ces initiatives et l'amélioration observée du rendement de

l'entreprise (Abowd, 1990). Néanmoins, leur recherche fait état d'une manipulation des gains des gestionnaires lorsque les critères utilisés dans ces formules de rémunération sont fondés sur des mesures comptables plutôt que sur les mesures financières du marché.

L'étude empirique d'Elitzur et Halpern se concentre sur les pratiques de rémunération des dirigeants d'un échantillon de 180 sociétés de l'indice TSE 300. Les auteurs s'intéressent à la différence observée dans les pratiques de rémunération entre les entreprises canadiennes à propriété concentrée et celles dont la propriété est dispersée. Dans le cas des premières, lorsque les gestionnaires possèdent déjà une participation importante au capital-actions, le fait d'aligner la rémunération sur les variations du prix des actions serait superflu et pourrait même exposer les gestionnaires à un niveau excessif de risque. Cependant, l'argument en faveur d'une rémunération axée sur le rendement a plus de mérite lorsque le gestionnaire détient une participation moins importante au capital-actions, comme dans le cas d'une société à propriété dispersée ou lorsque le contrôle est assuré grâce à une structure à deux catégories d'actions dans les sociétés dont la propriété est concentrée.

Elitzur et Halpern constatent que, nonobstant la concentration de la propriété, la rémunération salariale et la rémunération totale ont une rapport positif avec la taille de l'entreprise. Mais contrairement aux études antérieures, les auteurs observent que le rendement, mesuré en fonction de critères comptables, de liquidité ou du marché, n'a aucun effet sur le niveau des primes, des salaires ou de la rémunération totale dans les entreprises à propriété concentrée ou à propriété dispersée. En outre, leurs recherches ne révèlent aucun lien entre la variation en pourcentage de la rémunération et les variables de rendement de l'entreprise, même si elles indiquent que la présence d'un mécanisme de pilule empoisonnée influe positivement sur la rémunération. Ce dernier effet semble être plus fort dans le cas des sociétés à propriété concentrée et évoque la possibilité d'un retranchement des gestionnaires. Une dernière différence importante relevée entre les entreprises à propriété concentrée et celles dont la propriété est dispersée est la mesure dans laquelle les niveaux de rémunération se maintiennent en dépit des fluctuations du rendement; l'effet de persistance étant plus grand dans le cas des entreprises où la propriété est concentrée.

Dans l'étude intitulée « À plein régime : Une étude de cas du groupe Hees-Edper », Ron Daniels, doyen de la Faculté de droit de l'Université de Toronto, Randall Morck, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, et David Stangeland, de la Drake School of Management de l'Université du Manitoba, signalent que le modèle du conglomérat permet à des filiales rentables de venir au secours de celles qui sont en difficulté (au sein du conglomérat) et rend ainsi viables des stratégies d'entreprise à risque (plus) élevé. Les auteurs constatent que si les sociétés du groupe Hees-Edper n'enregistrent pas de meilleurs résultats que les entreprises indépendantes de taille comparable évoluant dans les mêmes industries, elles

sont par contre exposées à des risques beaucoup plus élevés. Les résultats indiquent que cela est attribuable à la fois à un ratio d'endettement plus élevé et à des stratégies commerciales plus risquées. Un ratio d'endettement supérieur est souhaitable pour une entreprise parce que les intérêts versés sont déductibles de l'impôt, tandis que les dividendes ne le sont pas mais pourraient n'avoir qu'une utilité sociale limitée. Des stratégies commerciales plus risquées pourraient servir l'intérêt national si, comme le soutiennent de nombreux critiques, les entreprises canadiennes sont trop conservatrices. Ainsi, les auteurs affirment que la politique publique au Canada ne devrait pas viser à décourager la formation de conglomérats.

L'étude de Paul Halpern et Vijay Jog, intitulée « Entreprises Bell Canada : Création ou destruction de richesse ? », scrute le rendement de la société BCE – le plus grand conglomérat canadien – depuis sa création en 1983. Les auteurs s'intéressent plus précisément à la croissance et à l'orientation stratégique de BCE et aux résultats obtenus par cette société sur le plan de la création de richesse. Cet examen est pertinent; BCE n'est pas soumise à la discipline du marché des prises de contrôle en raison même de sa taille (l'actif de l'entreprise atteignait 37 milliards de dollars en 1993) et de certains obstacles réglementaires qui limitent la propriété étrangère. En outre, il est important de voir si – et comment – les actionnaires ont réglé les problèmes liés à l'obligation de rendre compte des gestionnaires au sein du conglomérat, notamment en raison de la dispersion du capital-actions de la société. Comme nous l'avons déjà mentionné, de nombreux travaux publiés appuient la thèse selon laquelle la diversification financière et les autres motifs invoqués pour justifier le modèle du conglomérat sont contestables sous l'angle du bien-être social et que cette forme d'organisation pourrait tout simplement refléter la volonté de gestionnaires retranchés de stabiliser l'entreprise en la diversifiant ou en achetant d'autres entreprises dans des secteurs en croissance, même si cette pratique n'est pas prisée des actionnaires.

À l'aide de divers critères de mesure, Halpern et Jog ont relevé que la société BCE avait obtenu un rendement marginal depuis sa création. Durant les six premières années, BCE a fonctionné comme un grand conglomérat, achetant et constituant des sociétés, dont bon nombre évoluaient dans des secteurs étrangers à ses activités essentielles. Le financement de ces opérations a été assuré grâce au flux régulier de liquidités dont jouissait l'entreprise, lequel est attribuable aux gammes de produits parvenus à maturité et à une franchise de services de télécommunication fortement réglementée. Ces résultats semblent confirmer un phénomène de retranchement des gestionnaires. Halpern et Jog constatent toutefois une amélioration du rendement de BCE après 1989 (coïncidant avec le retour à une expansion mieux concentrée des activités de l'entreprise), qui semble avoir suscité une modeste reconnaissance de la part des actionnaires. Néanmoins, le soutien des actionnaires à l'endroit du conglomérat n'est pas aussi grand qu'il pourrait l'être et les auteurs font valoir que l'écart pourrait être attribuable à l'appréhension du marché devant la possibilité

que les gestionnaires répètent les erreurs du passé, à savoir détourner les liquidités excédentaires (engendrées par le monopole réglementé dans le secteur des télécommunications) pour faire des placements dans des sociétés de propriété exclusive ou des sociétés de portefeuille évoluant dans des secteurs d'activités connexes ou apparentés un peu partout dans le monde. L'orientation stratégique du conglomérat vers une gestion des éléments d'actif plutôt que des entreprises contribue à accentuer ses problèmes.

Clifford Holderness, du Boston College, spécialiste renommé des entreprises à propriété concentrée aux États-Unis, affirme dans son commentaire que les sociétés dont le capital est concentré sont plus importantes aux États-Unis qu'on le pense généralement, même si elles sont loin d'être aussi répandues qu'au Canada. Holderness soutient que les actionnaires dominants peuvent tirer et tirent des avantages privés des entreprises qu'ils contrôlent, mais que des contraintes doivent s'appliquer à cet égard. Autrement, les entreprises dont le capital est concentré disparaîtraient éventuellement, ce qui ne s'est pas produit, même aux États-Unis.

Vikas Mehrotra, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, fait remarquer pour sa part que la compétence fédérale exclusive dans les domaines touchant à la régie des sociétés est requise pour empêcher que les gestionnaires ne reconstituent leurs entreprises dans les provinces qui offrent une protection confortable aux initiés. Il fait valoir l'argument selon lequel les différends entre actionnaires dominants et petits actionnaires sont au cœur même des préoccupations entourant la régie d'entreprise au Canada.

Les investisseurs institutionnels

L'un des changements les plus importants survenus sur les marchés des capitaux au Canada et qui a souvent été évoqué au cours de la conférence est la part de plus en plus grande représentée par les participations institutionnelles au capital-actions. Alimentés par les besoins de revenus de retraite d'une population vieillissante, les gros investisseurs institutionnels (les caisses de retraite publiques et privées, les fonds communs de placement, les compagnies d'assurance et les banques) disposent d'importants capitaux qu'ils placent dans le capital-actions des entreprises canadiennes. Pour de nombreux commentateurs canadiens et américains, le rôle croissant des investisseurs institutionnels a des conséquences profondes sur le plan de la surveillance du comportement des gestionnaires, tant dans les sociétés à propriété dispersée que dans celles où elle est concentrée. L'argument est simple. En raison de leur taille, des compétences dont ils disposent et de leur présence durable, les investisseurs institutionnels sont en mesure d'exercer une surveillance et une discipline sur les gestionnaires et les actionnaires dominants. Néanmoins, l'argument en faveur de la participation des investisseurs institutionnels à la propriété des entreprises n'est pas sans susciter certaines oppositions. De nombreux observateurs, tels Lakonishok et coll. (1992), soutiennent que la portée d'un vigoureux activisme

institutionnel est limitée par toute une gamme de problèmes juridiques et organisationnels qui se posent au sein même de ces institutions.

Les études commandées aux fins du présent ouvrage abordent la question de la portée de l'activisme institutionnel et les possibilités qu'il offre sous différents éclairages. Dans leur étude intitulée « Les investisseurs institutionnels et les investisseurs majoritaires contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise? », Jeffrey MacIntosh, de la Faculté de droit de l'Université de Toronto, et Lawrence Schwartz, économiste-conseil du secteur privé, traitent des effets qu'exercent les actionnaires institutionnels et les actionnaires dominants sur la valeur de l'entreprise. Dans le premier cas, les auteurs font valoir que les actionnaires institutionnels feront augmenter la valeur de l'entreprise, bien qu'ils reconnaissent que leur influence pourra être neutralisée si des gestionnaires opportunistes réussissent à les coopter à leur insu. Dans le second cas, MacIntosh et Schwartz n'ont pas d'opinion arrêtée; ils prédisent que les actionnaires dominants exerceront une surveillance plus efficace sur les gestionnaires que les actionnaires minoritaires et qu'ils chercheront à faire des opérations redistributives visant à transférer la richesse des actionnaires qui n'exercent pas le contrôle vers ceux qui le détiennent. Comme on peut s'attendre à un comportement opportuniste de la part des actionnaires dominants – sous la forme d'opérations de redistribution de la richesse –, MacIntosh et Schwartz prévoient que les investisseurs institutionnels orienteront leur effort de surveillance non seulement sur les gestionnaires mais aussi sur les actionnaires dominants.

Pour tester leur hypothèse, MacIntosh et Schwartz ont examiné plusieurs mesures différentes du rendement dans des entreprises figurant au TSE 300, qu'ils ont mises en corrélation avec des données sur les profils de propriété institutionnelle au Canada. Ils ont observé un rapport positif et statistiquement significatif entre la participation institutionnelle au capital-actions, d'une part, et le rendement sur l'actif et le rendement sur l'avoir des actionnaires, de l'autre. Ils ont aussi trouvé un certain fondement à l'hypothèse selon laquelle la surveillance exercée par les investisseurs institutionnels avait tendance à atténuer la menace que les intérêts dominants entreprennent des opérations à caractère redistributif. S'il y a une corrélation entre la présence des investisseurs institutionnels et l'augmentation de la valeur de l'entreprise, le lien entre les actionnaires dominants et la valeur de l'entreprise est plus ambigu. MacIntosh et Schwartz ont constaté que, même si les entreprises où l'on retrouve des actionnaires dominants engendrent des bénéfices plus élevés, ceux-ci sont accaparés par les actionnaires dominants.

L'étude intitulée « L'activisme institutionnel des caisses de retraite du secteur public : le modèle CalPERS appliqué au Canada », de Steven Foerster, de l'École d'administration des affaires de l'Université Western Ontario, envisage l'opportunité d'importer au Canada le modèle d'activisme des actionnaires hautement interventionniste employé par le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) aux États-Unis. CalPERS est non seulement la plus importante caisse de retraite publique aux États-Unis (avec un actif de

80 milliards de dollars US), mais aussi celle qui pratique le plus grand activisme. Depuis plusieurs années, CalPERS a concentré son attention sur les sociétés qui obtiennent les plus mauvais rendements aux États-Unis. À chaque année, cette caisse de retraite repère les entreprises dont le rendement tire de l'arrière et exerce sur leurs gestionnaires des pressions croissantes (allant de la diplomatie discrète en coulisse à des formes plus ouvertes et plus cinglantes d'intervention, par exemple des campagnes de sollicitation de procurations axées sur le thème « Votez tout simplement "non" »). Foerster cite une étude récente de Nesbitt (1992) qui a constaté que si les entreprises ciblées par l'activisme de CalPERS avaient un rendement inférieur de 60 p. 100 à l'indice S&P avant l'intervention de la caisse de retraite, le rendement obtenu au cours de la période subséquente marquait une augmentation spectaculaire – dépassant l'indice par une marge de 40 p. 100.

Devant les rendements attribués à l'activisme de CalPERS, Foerster se demande pourquoi les investisseurs canadiens hésitent encore à adopter ce modèle d'intervention. En se fondant sur des entrevues approfondies menées auprès de gestionnaires canadiens de caisses de retraite publiques, Foerster impute le manque d'enthousiasme à l'égard du style d'intervention de CalPERS à une différence de « style », plutôt qu'à une différence fondamentale au niveau de la réglementation en place dans les deux pays. Autrement dit, les investisseurs institutionnels canadiens favorisent systématiquement un style moins axé sur la confrontation pour régler les problèmes de rendement, par rapport au style qui semble prévaloir aux États-Unis. Un autre point intéressant soulevé par Foerster est que CalPERS évite systématiquement les entreprises dont la propriété est concentrée. Étant donné que la plupart des entreprises canadiennes entrent dans cette catégorie, il se pourrait que le style d'intervention de CalPERS ne convienne pas pour traiter avec des gestionnaires qui sont simultanément des actionnaires dominants. Il importe de ne pas exagérer l'engagement à l'égard de l'activisme et des pressions tacites; par ailleurs, même Foerster reconnaît un certain activisme de la part des institutions canadiennes (avec comme chef de file Fairvest) en réaction aux opérations inéquitables entreprises par des gestionnaires.

Dans une étude intitulée « Les mécanismes de surveillance accessibles aux investisseurs institutionnels », Michel Patry, de l'École des Hautes études commerciales, et Michel Poitevin, de l'Université de Montréal, analysent la régie d'entreprise des investisseurs institutionnels eux-mêmes et constatent que les employés ont habituellement peu d'influence sur la façon dont leurs fonds de retraite sont investis. Ils signalent que dans les régimes de retraite à prestations déterminées, l'organisation commanditaire est incitée à maximiser le rendement des fonds. Mais le commanditaire est le plus souvent une société qui est aux prises avec ses propres problèmes de régie. Lorsque le commanditaire n'est pas une société, il s'agit habituellement d'un organisme gouvernemental qui, par conséquent, est exposé à l'échange de faveurs politiques qui afflige le secteur public au Canada.

Plusieurs études effectuées aux États-Unis reconnaissent que les portefeuilles des caisses de retraite de sociétés enregistrent des rendements étonnamment faibles en comparaison des principaux indices de marché et des fonds communs de placement. Le rendement des portefeuilles des caisses de retraite publiques est encore plus décevant.

Résumant ces données, Lakonishok et coll. (1992) ont souligné que les trésoriers des sociétés, qui sont habituellement responsables de la gestion des caisses de retraite d'entreprises, préféreront vraisemblablement embaucher des gestionnaires de portefeuille de l'extérieur à l'achat d'instruments liés aux indices boursiers. Le recours à des gestionnaires de l'extérieur leur permet de blâmer quelqu'un lorsqu'ils obtiennent un mauvais rendement, tout en créant du travail au sein du bureau du trésorier de la société. Les gestionnaires de l'extérieur doivent être évalués, embauchés et remerciés; les placements dans des instruments indexés constituent une façon trop simple d'obtenir des rendements plus élevés et ne permettent pas de justifier l'importante bureaucratie qui relève du trésorier de la société. Étant donné que ni les bénéficiaires du régime ni les actionnaires publics n'ont leur mot à dire, ce sont les intérêts des trésoriers de sociétés qui ont préséance.

Romano (1993) a soutenu que des circonstances semblables prévalent dans les caisses de retraite du secteur public, où ni les bénéficiaires ni les contribuables n'ont une possibilité sérieuse d'intervenir dans la gestion de leur régime. L'embauche, le congédiement et l'évaluation des gestionnaires de l'extérieur confèrent aux gestionnaires internes les mêmes avantages que ceux dont jouissent les gestionnaires des caisses de retraite d'entreprises. Cependant, la complication supplémentaire découlant des pressions exercées pour que les fonds soient placés dans des instruments que privilégient les dirigeants politiques peut réduire encore davantage le rendement obtenu par les caisses de retraite du secteur public.

Lakonishok et coll. (1992) ont affirmé par ailleurs que les gestionnaires de portefeuille de l'extérieur, dont les services sont retenus pour gérer les fonds des caisses de retraite, sont habituellement rémunérés sous la forme d'honoraires de gestion semblables à ceux que prélèvent les fonds communs de placement. Ainsi, ces gestionnaires sont d'abord incités à obtenir et à conserver l'important portefeuille des caisses de retraite; mais il est moins important pour eux d'en accroître la valeur.

Lakonishok et coll. (1992) ont analysé les données indiquant que les trésoriers des sociétés évaluaient la performance des gestionnaires de l'extérieur en fonction du rendement trimestriel du portefeuille. Cependant, on sait que les prix des actions ont tendance à revenir à la moyenne, c'est-à-dire que les actions dont les prix sont inhabituellement faibles ont tendance à remonter, tandis que les actions dont le prix est inhabituellement élevé ont tendance à redescendre. Les trésoriers des sociétés achètent systématiquement à des prix élevés et vendent lorsque les prix sont faibles. Qui plus est, certaines données indiquent que les gestionnaires de portefeuille se départissent systématiquement

des titres qui n'ont pas affiché un bon rendement pour les remplacer par d'autres en forte progression au moment de la production des rapports trimestriels. Le fait d'avoir quelques bons titres dans son portefeuille ferait, semble-t-il, bonne impression sur les commanditaires. Faut-il rappeler qu'acheter à des cours élevés pour vendre lorsque les prix sont faibles n'est pas une formule recommandée pour parvenir à la réussite financière. De façon générale, Lakonishok et coll. (1992) en sont arrivés à la conclusion que les mauvais rendements enregistrés par les caisses de retraite incitent ces dernières à déplacer trop souvent leurs fonds entre les gestionnaires de portefeuille et incitent ces derniers à intervenir trop souvent sur le marché; il en résulte un mauvais rendement dans l'ensemble.

Patry et Poitevin soutiennent que peu d'investisseurs institutionnels ont les connaissances spécialisées requises pour intervenir auprès des gestionnaires des entreprises dont ils détiennent des actions. Ils affirment en outre que les problèmes d'encadrement observés dans les caisses de retraite doivent être réglés avant que l'on puisse espérer que ces dernières interviennent pour améliorer la régie des sociétés.

Patry et Poitevin sont d'avis que les dispositions actuelles de la *Loi de l'impôt sur le revenu* ayant pour effet de limiter à 20 p. 100 la part du portefeuille des caisses de retraite qui peut être investie à l'étranger ne contribuent probablement pas à une meilleure régie d'entreprise. Une des premières conséquences de cette règle est d'empêcher les caisses de retraite de vendre les titres des entreprises canadiennes qui affichent de piètres résultats, faute de meilleures occasions de placement. Même si cette situation pouvait forcer les responsables des caisses de retraite à exprimer leurs inquiétudes aux gestionnaires des entreprises en cause, elle n'en limite pas moins le pouvoir dont ils disposent pour influer sur la gestion de ces entreprises en se départissant de leurs actions. Patry et Poitevin envisagent des solutions telles que l'acquisition obligatoire de placements liés à un indice boursier, un impôt sur les gains en capital réalisés sur les opérations achat-revente, l'imposition d'une responsabilité juridique plus grande aux gestionnaires de caisses de retraite, le recours à des surveillants professionnels, les placements relationnels et une meilleure divulgation de la rémunération des gestionnaires de caisses de retraite, des risques auxquels sont exposés les caisses de retraite et de leur rendement comparatif. Les auteurs examinent les avantages et les désavantages de ces propositions en détail.

Brian Smith et Ben Amoako-Adu, du Département de finances de l'Université Wilfrid Laurier, ont effectué une étude sur « Les administrateurs financiers externes et la régie des sociétés ». Ils n'ont relevé aucun lien systématique entre le rendement des entreprises canadiennes et la présence, au conseil d'administration, de personnes affiliées à des institutions financières. L'étude a en fait une portée plus vaste que son titre ne l'indique. Les auteurs ont aussi examiné la question de la participation des initiés au capital-actions. Peut-être en raison du nombre restreint d'entreprises canadiennes dont la propriété

est dispersée et de la divulgation limitée des participations que détiennent leurs propriétaires, aucun profil statistiquement discernable n'est ressorti des données sur les entreprises où la participation des initiés au capital-actions était inférieure à 20 p. 100. Dans les entreprises où les gestionnaires possèdent plus de 20 p. 100 du capital-actions, les auteurs ont constaté une relation positive avec la valeur des actions, semblable à celle décelée par Morck et coll. (1988) à l'aide de données portant sur les États-Unis. Les auteurs n'ont par contre observé aucun rapport statistiquement discernable entre le nombre d'administrateurs externes au conseil et le rendement de l'entreprise. Cependant, ils soulèvent un point important : les règles de divulgation qui s'appliquent au Canada ne permettent pas d'établir clairement qui est un administrateur externe. Les avocats et les dirigeants d'agences de publicité dont les services ont été retenus par une entreprise et les cadres d'autres entreprises avec lesquelles elle fait affaire ne sont pas vraiment des administrateurs externes; pourtant, ils sont classés dans cette catégorie lorsqu'ils détiennent un siège au conseil d'administration. La crainte de perdre le compte de l'entreprise pourrait inciter ces administrateurs à ne pas contester les décisions du chef de la direction. Les règles servant à définir qui est un administrateur externe pourraient sans doute être plus rigoureuses.

Mark Huson, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, a fait certains commentaires pertinents sur les études regroupés dans la quatrième partie, en signalant que le thème autour duquel est définie la régie d'entreprise au Canada est celui des actionnaires dominants, alors que c'est celui des gestionnaires non supervisés qui prévaut aux États-Unis. Huson signale que Amoako-Adu et Smith n'ont pas établi de distinction entre les administrateurs sur lesquels les gestionnaires exercent un certain contrôle et ceux qui sont vraiment indépendants. Parce que ces problèmes reviennent dans la plupart des études axées sur les administrateurs externes, il fait valoir que le gouvernement devrait s'abstenir d'imposer un nombre précis d'administrateurs externes au sein des conseils d'administration.

Huson précise toutefois que les résultats d'Amoako-Adu et Smith sont conformes à l'hypothèse selon laquelle les actionnaires dominants réussissent à accaparer une part disproportionnée des bénéfices des entreprises qu'ils contrôlent. Les investisseurs institutionnels peuvent-ils intervenir pour limiter cette pratique ? Huson attire l'attention sur certains problèmes économétriques soulevés par l'analyse de Foerster portant sur l'utilisation des mesures du rendement excluant les dividendes. Il affirme par ailleurs que l'analyse de MacIntosh et Schwartz ne fait pas de distinction entre la possibilité que les investisseurs institutionnels haussent la valeur des actions et celle qu'une hausse de la valeur des actions attire les investisseurs institutionnels. Mais en dépit de ces problèmes, il estime que les investisseurs institutionnels ont probablement pour effet d'améliorer la régie des entreprises au Canada. Huson ne partage pas l'avis de Patry et Poitevin qui voudraient que l'on applique un impôt sur les transactions pour réduire le roulement de l'actif des caisses de retraite. Selon lui, les caisses

de retraite devraient être libres de se départir des placements qu'elles ont faits dans des entreprises mal gérées et le manque de liquidité des marchés canadiens constitue déjà un obstacle à cet égard.

Huson préconise plutôt des mesures visant à réduire les coûts que supportent les caisses de retraite en s'attaquant aux problèmes de régie des sociétés. Il propose que l'on permette aux caisses de retraite de communiquer entre elles sur les questions de régie d'entreprise, que les investisseurs institutionnels ne soient pas classés dans la catégorie des actionnaires dominants, que les techniques d'évaluation liées aux droits des actionnaires tiennent compte de la valeur perdue en raison de facteurs comme l'adoption de pilules empoisonnées, que la rémunération des administrateurs externes soit rattachée au prix des actions et que les caisses de retraite puissent investir à l'étranger sans restriction.

L'un des plus éminents spécialistes des conseils d'administration aux États-Unis, Michael Weisbach, de l'Université de l'Arizona, est d'avis que les Canadiens ne devraient pas se précipiter pour imiter les pratiques en vigueur au sud de la frontière. Selon Weisbach, on surestime l'influence des caisses de retraite qui, à l'instar de CalPERS, font preuve d'activisme aux États-Unis; leur succès apparent pourrait être attribuable au phénomène de l'attraction de la moyenne qui caractérise le prix des actions plutôt qu'à un effet réel sur la régie d'entreprise. Il précise que le lien statistique observé dans certaines études entre un bon rendement et la participation d'investisseurs institutionnels au capital-actions pourrait ne pas être imputable à un effet bénéfique de ces derniers sur la régie d'entreprise. Plutôt, ces résultats pourraient tout simplement détecter l'empressement des gestionnaires de fonds à acheter des titres « gagnants » pour donner meilleure allure aux rapports trimestriels qu'ils doivent produire afin de rendre compte de leur portefeuille. Il appuie l'idée préconisée par Patry et Poitevin visant à inciter les caisses de retraite à investir une plus grande partie de leur portefeuille dans des instruments indiciels, même s'il ne va pas jusqu'à dire que cette pratique devrait être obligatoire. Weisbach fait valoir que la règle actuelle qui force les caisses de retraite canadiennes à investir au pays les empêche de diversifier leur portefeuille autant qu'elles devraient le faire. Il signale enfin que les caisses de retraite canadiennes devraient investir très peu au Canada pour se prémunir contre le cycle économique canadien.

Les aspects internationaux de la régie d'entreprise

Dans leur étude intitulée « La régie d'entreprise dans les multinationales » Randall Morck, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, et Bernard Yeung, de l'École d'administration des affaires de l'Université du Michigan, préconisent une approche minimaliste en matière de législation sur la régie des sociétés. La mondialisation rend rapidement inapplicables les lois trop interventionnistes dans le domaine des affaires. Le

Canada est en concurrence avec d'autres pays pour attirer les capitaux, la main-d'oeuvre bien formée et les opérations à forte valeur ajoutée des entreprises multinationales. Si le gouvernement canadien adopte des lois qui imposent un fardeau, le Canada perdra tout simplement la partie aux mains d'administrations plus amicales. Pour cette raison, les filiales des multinationales étrangères devraient être traitées comme toute autre société canadienne qui a un actionnaire dominant.

Le même processus de mondialisation signifie que les sociétés canadiennes seront exposées à une concurrence plus vive en provenance de l'étranger dans les années à venir et qu'une mauvaise régie d'entreprise sera par conséquent plus coûteuse. Au lieu de tenter de microgérer les conseils d'administration, on devrait mettre l'accent sur l'habilitation des actionnaires. Une démarche visant à accorder davantage de pouvoirs aux actionnaires constituerait un moyen plus souple et plus efficace d'améliorer la régie des sociétés et, ainsi, rendre les entreprises canadiennes concurrentielles à l'échelon mondial.

Le problème de régie d'entreprise examiné ici est celui du traitement équitable des actionnaires minoritaires de la part de l'actionnaire dominant – en l'occurrence, la société mère étrangère. Une façon d'assurer un traitement équitable est d'exiger que les conseils d'administration de toutes les entreprises dont la propriété est concentrée, y compris les filiales de sociétés étrangères, possèdent des comités de déontologie chargés de surveiller les opérations avec lien de dépendance. Ces comités devraient être constitués, en majorité, d'administrateurs de l'extérieur. S'il y a nécessité politique, on pourrait aussi exiger que ces administrateurs soient des citoyens canadiens, même s'il y a peu de justification économique pour agir ainsi aussi longtemps que ces personnes sont passibles de poursuites au Canada. Il serait aussi logique que toutes les entreprises dont la propriété est concentrée, y compris les filiales de propriété partielle, divulguent les détails de toutes leurs opérations avec lien de dépendance et que les petits actionnaires aient le droit d'intenter des poursuites collectives contre l'actionnaire dominant en cas d'abus.

L'étude de Lewis Johnson et Ted Neave, de l'École d'administration des affaires de l'Université Queen's, intitulée « Régie d'entreprise et surveillance du système financier », établit un lien systématique entre les structures de régie des intermédiaires financiers et de marché et la composition de l'actif et du passif de diverses institutions. Les auteurs se sont inspirés d'un modèle des coûts de transaction élaboré par Oliver Williamson. Ils montrent l'existence d'un lien entre la nature de l'actif et du passif d'une part et, de l'autre, la complexité et la transparence des modalités de surveillance des différents intermédiaires financiers et de marché. Pour accroître le rendement des intermédiaires financiers, Johnson et Neave recommandent que l'on s'en remette davantage à la divulgation obligatoire de renseignements dans les cas où l'évaluation de l'actif, l'évaluation du passif ou le passif éventuel ne sont pas limpides. En outre, ils reconnaissent l'utilité d'une divulgation continue de renseignements, de préférence à l'annonce soudaine de changements dramatiques.

Dans une étude intitulée « Les banques et la régie des sociétés au Canada », Randall Morck, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, et Masao Nakamura, de la Faculté de commerce et d'administration des affaires de l'Université de la Colombie-Britannique, décrivent l'évolution quelque peu décousue des systèmes bancaires allemand et japonais. Ils affirment que les prétendus avantages qui découleraient de la participation des banques comme actionnaires importants ont peu de chance de se concrétiser au Canada; de fait, les auteurs soutiennent que ces avantages sont loin d'être évidents, même dans le cas de l'Allemagne et du Japon. Ils soulignent que les banques canadiennes constituent un mauvais choix pour jouer le rôle de « chien de garde » du fait qu'elles sont pratiquement seules parmi les entreprises canadiennes à avoir une propriété dispersée et qu'elles sont ainsi exposées à tous les éléments d'inefficience que cela suppose. Les auteurs recommandent que l'on ne prenne aucune initiative en vue d'étendre le rôle joué par les banques canadiennes en matière de régie des sociétés non financières.

Roberta Romano de l'École de droit de l'Université Yale, spécialiste reconnue des questions de régie d'entreprise, affirme que, tout au long de l'histoire, les gens ont fait preuve d'une créativité remarquable pour mettre en place des institutions leur permettant de se soustraire à la réglementation. Même si elle est préoccupée par les effets de répartition des subventions accordées à l'enseignement supérieur et à la recherche universitaire, qui profitent principalement à la classe moyenne supérieure, elle reconnaît, avec Morck et Yeung, qu'une réglementation excessive doit être évitée, notamment dans le contexte d'une économie qui se mondialise de plus en plus. À titre d'exemple, elle attire l'attention sur les origines du marché des euro-obligations. Les États-Unis ont imposé des taxes sur les obligations étrangères au début des années 60 avec comme conséquence que le marché s'est tout simplement déplacé à l'étranger. Une réglementation trop lourde en matière de régie d'entreprise ne ferait qu'accentuer la recherche de structures administratives et juridiques permettant de s'y soustraire. À l'instar de Morck et Nakamura, elle reconnaît que les systèmes bancaires japonais et allemand ne doivent probablement pas être imités. Elle signale que ces systèmes bancaires ont été mis en place bien avant l'épisode de croissance rapide de l'après-guerre, et que l'avantage que possèdent les derniers arrivés (qui peuvent tirer parti des erreurs des autres) et, peut-être, des éléments tels qu'une bonne éducation et un taux d'épargne élevé sont plus importants que la régie d'entreprise pour expliquer cette croissance. Elle soutient que le système bancaire allemand a été davantage une conséquence qu'une cause de la croissance rapide qu'a connue ce pays. L'Allemagne s'est industrialisée tardivement, soit après que les aspects logistiques de la fabrication à grande échelle aient été perfectionnés dans d'autres pays. L'échelle optimale de l'industrie allemande était par conséquent plus grande que celle qui avait prévalu au cours de la période d'industrialisation de l'Angleterre et de la

France. Le besoin de réunir d'importants capitaux pourrait avoir facilité l'avènement des banques et non l'inverse. Romano précise qu'en vertu du régime de cogestion qui existe en Allemagne, la moitié des sièges du conseil de surveillance d'une entreprise, appelé *Aufsichtsrat*, est réservée aux représentants syndicaux. Puisque la moitié du conseil ne représente manifestement pas les actionnaires et que l'autre moitié ne s'acquitte que mollement de cette tâche dans les meilleures circonstances, il est peu probable que le modèle de propriété dispersée ait été optimal dans le cas de l'Allemagne, ce qui signifie qu'un autre système devait s'y développer. Cela démontre, selon elle, que la régie d'entreprise doit être envisagée dans le contexte du système économique d'un pays. Les systèmes bancaires de type allemand et japonais auraient peu d'utilité ici, compte tenu des caractéristiques du système économique canadien.

Dans ses commentaires, Adrian Tschoegl, spécialiste réputé de l'économie japonaise enseignant à la Wharton School de l'Université de la Pennsylvanie, insiste sur le fait que les petits pays peuvent accueillir les sièges sociaux de sociétés d'envergure mondiale en affirmant qu'il s'agit là d'un avenir plausible pour le Canada. Il examine ensuite le rôle de l'endettement et des capitaux propres, ainsi que les différences observées à ce chapitre entre les pays; l'auteur soutient que ces considérations pourraient venir s'ajouter à l'analyse de Johnson et Neave. Tschoegl attire l'attention sur les travaux de Allen (1993), qui fait valoir que le financement par emprunt est acceptable pour les investisseurs dans les industries parvenues à maturité, où la surveillance est plus facile à exercer. Dans les industries plus nouvelles et moins bien comprises, où la surveillance est plus difficile, le financement par apport de capitaux propres joue un rôle prépondérant. L'auteur présente ensuite des résumés pénétrants des travaux récents consacrés aux rôles des marchés et des intermédiaires et, dans ce cas également, il les relie à l'étude de Johnson et Neave. Enfin, il commente abondamment l'étude de Morck et Nakamura, en soulignant que les *keiretsu* japonais sont uniques comme forme de conglomérat en raison de leur participations croisées au capital-actions. Les entreprises détiennent collectivement des participations au capital-actions des autres membres du groupe et aucune ne domine. Les banques japonaises sont la propriété des autres entreprises du *keiretsu*. Il ajoute que la surveillance verticale est importante au Japon : les sociétés exercent une surveillance sur la régie d'entreprise de leurs fournisseurs. Dans une analyse de l'historique du système bancaire japonais, il précise qu'à la fin du XIX^{e} siècle, le Japon a copié la réglementation bancaire américaine mais a été insatisfait des résultats. Une série de modifications inspirées des lois et institutions belges, britanniques et françaises a suivi pour donner naissance au système actuel. Ainsi, les similarités que l'on peut observer aujourd'hui entre les systèmes japonais et allemand découlent du fait qu'ils ont l'un et l'autre conservé certains aspects du modèle qui a déjà prévalu dans une bonne partie de l'Europe.

RÉGIE D'ENTREPRISE ET RESPONSABILITÉ SOCIALE

MÊME SI LA QUESTION DES RESPONSABILITÉS SOCIALES des administrateurs a fait couler beaucoup d'encre, plus précisément la mesure dans laquelle les administrateurs ont des devoirs envers des groupes autres que les actionnaires, le fait demeure que la préoccupation du public au sujet de l'inconduite des sociétés porte habituellement sur le non-respect des devoirs et responsabilités que la loi impose explicitement aux entreprises. En d'autres termes, la seule question est de savoir comment s'assurer que le conseil d'administration se conforme aux objectifs prescrits par la loi et non de s'interroger sur la pertinence même de ces objectifs.

L'étude de Ronald Daniels et Robert Howse, de la Faculté de droit de l'Université de Toronto, intitulée « Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation fondée sur des stimulants », s'intéresse à un instrument relativement sous-utilisé (dans le contexte canadien) pour faire en sorte que les sociétés s'acquittent de leurs responsabilités sociales : les primes versées aux dénonciateurs. Daniels et Howse affirment que ces primes offrent des possibilités très intéressantes comme moyen efficace et à faible coût d'assurer le respect des responsabilités prescrites par la loi. Les auteurs invoquent surtout deux arguments en faveur de ces primes. Premièrement, elles accroissent l'efficacité des peines en augmentant la probabilité qu'un cas d'inconduite soit décelé, ce qui signifie que l'État n'aura pas à relever les peines à des niveaux excessifs pour en arriver à des sanctions socialement optimales (le produit de la probabilité de détection et du niveau de la peine). Deuxièmement, les primes offertes aux dénonciateurs mettent à contribution les systèmes de renseignements et de contrôle déjà en place dans une entreprise, réduisant ainsi le besoin pour l'État d'établir des systèmes de surveillance externes plus coûteux et, en définitive, moins efficaces.

Mais en dépit des arguments invoqués à l'appui de cet instrument, le recours par l'État aux primes de dénonciation s'est avéré extrêmement controversé. Aux États-Unis, par exemple, les primes offertes par le gouvernement fédéral aux termes de la *False Claims Act* ont fait l'objet de vives critiques. Les opposants à ce système font valoir que la présence des primes fausse les flux d'information internes, amène les gestionnaires à pousser les employés subalternes à surinvestir dans le capital exclusif à l'entreprise afin de hausser les coûts d'une dénonciation et ont un effet subversif sur la capacité des gestionnaires d'obtenir des engagements durables envers la culture de l'entreprise et l'esprit d'équipe. Daniels et Howse jugent que ces préoccupations sont exagérées et ils affirment qu'une conception et une application minutieuses des mesures incitatives destinées aux dénonciateurs peuvent corriger bon nombre de ces problèmes.

Le commentaire sur l'étude de Daniels et Howse fait par Jennifer Arlen, du University of Southern California Law Center, est favorable à un recours accru aux primes de dénonciation en vue de contrôler la criminalité dans les

entreprises. Cependant, elle insiste sur le fait que les dispositions relatives aux primes ne devraient pas être adoptées à moins qu'elles ne s'accompagnent d'une réforme en profondeur du droit pénal. Arlen est préoccupée par le rapport qui existe entre les primes et le système général de peines criminelles et quasi criminelles. Plus précisément, si des primes de dénonciation sont utilisées dans les circonstances où les sociétés ont essentiellement une responsabilité absolue pour les délits commis par leurs mandataires, les primes pourraient provoquer une hausse de la criminalité dans les entreprises parce qu'elles freineraient les efforts faits par ces dernières pour combattre la criminalité. Arlen préconise donc l'adoption d'autres types de règles en matière de responsabilité des sociétés, par exemple des règles d'atténuation, la responsabilité fondée sur la négligence ou un privilège relatif à la preuve.

L'étude intitulée « Les investissements à long terme dans la R-D au Canada », de Ron Giammarino de la Faculté de commerce et d'administration des affaires de l'Université de la Colombie-Britannique, renferme un sommaire détaillé des travaux de recherche récents sur les liens qui existent entre les dépenses de R-D et la valeur des actions des sociétés. Les gestionnaires d'entreprises se plaignent souvent que l'accent mis sur la maximisation de la valeur des actions les force à adopter un horizon de planification à court terme, au détriment des investissements à long terme, comme ceux faits en R-D. La conclusion inévitable de l'étude est que cette plainte n'est absolument pas fondée ! Un taux élevé de dépenses de R-D est lié de façon statistiquement significative à des ratios valeur marchande/comptable supérieurs à la moyenne (c'est-à-dire à des prix élevés pour les actions). Nous savons qu'une augmentation des dépenses de R-D suscite une hausse des prix des actions et non l'inverse; ainsi, les prix des actions augmentent sensiblement immédiatement après l'annonce, par des entreprises de haute technologie, d'une intensification de leur effort de R-D. Fait intéressant, cela est vrai même lorsque l'entreprise en question enregistre des pertes d'exploitation trimestrielles. (Cependant, dans les industries parvenues à maturité, la R-D – que l'on pourrait logiquement considérer comme ayant moins de valeur – n'augmente pas et peut même réduire la valeur des actions.) Néanmoins, les actionnaires apprécient de façon générale les investissements à long terme et voudraient qu'il y en ait davantage.

Pourquoi alors les entreprises ne rendent-elles pas leurs actionnaires plus heureux et plus riches en dépensant davantage en R-D qu'elles ne le font actuellement ? Peut-être les gestionnaires économisent-ils sur la R-D parce que les investissements à long terme attirent les prises de contrôle ? Si cela était vrai, nous devrions nous attendre à observer des taux de R-D plus élevés dans les entreprises protégées par des pilules empoisonnées et d'autres mécanismes de défense contre les prises de contrôle. De fait, après que les entreprises aient adopté de telles mesures, la R-D a tendance à chuter sensiblement. En outre, l'achat adossé – le genre de prise de contrôle qui a le plus de chance de détourner les bénéfices des projets d'investissement à long terme sont extraordinairement

rares dans les industries où les dépenses de R-D sont élevées. Cela indique que les prédateurs se tiennent habituellement loin des entreprises qui ont un ratio élevé de R-D. Lorsque deux entreprises ayant un coefficient élevé de R-D fusionnent leurs activités, les dépenses de R-D de l'entreprise qui résulte de la fusion sont souvent inférieures au montant combiné que dépensaient à ce chapitre les deux entreprises précédentes. Mais rien ne prouve qu'il s'agit là d'un comportement inefficient. De fait, le motif de ces fusions est souvent qu'elles permettent de réaliser des économies en rationalisant des activités telles que la R-D.

La réponse, selon Giammarino, pourrait résider dans la façon dont les entreprises prennent leurs décisions d'investissement. Une enquête récente menée par Jog et Srivastava montre que de nombreuses entreprises canadiennes utilisent des données désuètes et des critères décisionnels inadéquats en matière de budget d'immobilisations lorsqu'elles évaluent des projets à long terme. Les taux de rendement comptables et les périodes de récupération entrent dans cette catégorie. Même les entreprises qui ont adopté des méthodes conceptuellement valables, comme la valeur actualisée ou le taux de rendement interne, ne les appliquent pas correctement dans bien des cas. Ainsi, un investissement en R-D suppose habituellement un risque élevé au début mais une certitude beaucoup plus grande à mesure que le projet avance. Cela signifie que l'on devrait employer un taux d'escompte élevé pour les premiers déboursés, mais qu'un taux inférieur serait approprié pour les déboursés que l'on prévoit faire dans un avenir plus lointain. À défaut de procéder ainsi, il est probable que les décisions de l'entreprise seront faussées au détriment des dépenses de R-D. En outre, il est important de reconnaître que les investissements en R-D comportent bon nombre des caractéristiques des options. Il y a une faible probabilité d'un rendement très élevé, comme dans le cas d'une option d'achat. Les techniques d'évaluation des options sont complexes, mais si l'on évaluait les projets de R-D en les considérant comme des options, on pourrait généralement leur accorder des valeurs plus élevées que celles obtenues par des méthodes d'analyse classiques fondées sur la valeur actualisée. L'aversion compréhensible des gestionnaires à l'égard des investissements à risque élevé, comme la R-D, les incite peut-être à ne pas remettre en question les verdicts négatifs découlant de critères décisionnels plus simples.

Dans l'ensemble, la meilleure façon d'accroître les dépenses de R-D serait peut-être d'amener les gestionnaires à évaluer correctement la R-D. Si l'on améliorait la régie des sociétés sous cette dimension, les dépenses de R-D des entreprises augmenteraient alors d'elles-mêmes.

Dans l'étude intitulée « La régie d'entreprise et l'éducation des travailleurs : Un autre point de vue », Alice Nakamura, de la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, John Cragg, de la Faculté des arts de l'Université de la Colombie-Britannique, et Kathleen Sayers, de la société International Wordsmiths, affirment que les entreprises pourraient hésiter à investir dans la formation des travailleurs pour des raisons de coût. Ainsi, des

employés dont la formation a été assumée par une entreprise peuvent quitter cette dernière pour accepter un emploi mieux rémunéré ailleurs, privant ainsi l'entreprise du rendement attendu sur son investissement en formation. Pourtant, dans la nouvelle économie mondiale, comme le signalent Morck et Yeung, l'innovation continue est un ingrédient essentiel du succès. Cela signifie que des employés hautement scolarisés doivent produire des innovations et que l'on doit assurer la formation continue des autres employés qui appliqueront ces innovations. La solution à ce sous-investissement en formation de la part des employeurs consisterait soit à exiger que les travailleurs défraient leur propre formation, soit à offrir une éducation publique. Pour des motifs égalitariens et autres, le Canada a choisi la dernière formule. En raison des problèmes budgétaires auxquels font face tous les paliers de gouvernement au Canada, cette décision fait actuellement l'objet d'un réexamen.

Peut-on encourager les entreprises à investir davantage dans la formation en apportant des changements sur le plan de la régie des sociétés, par exemple en exigeant que les travailleurs soient représentés au conseil d'administration ? La réponse donnée par Nakamura, Cragg et Sayers est « peut-être, mais d'autres solutions seraient de loin préférables ». Premièrement, exiger que des représentants des travailleurs siègent au conseil d'administration pourrait éloigner des investisseurs du Canada. Deuxièmement, les représentants des employés siégeant au conseil d'administration protégeraient les intérêts des employés actuels, notamment ceux qui ont plus d'ancienneté, mais ne verraient pas tellement l'utilité d'encourager l'entreprise à contribuer financièrement à former des gens qui ne sont pas déjà employés. Pourtant, c'est là où se situe le plus sérieux problème social. Nous ajoutons une troisième raison : la représentation des travailleurs au conseil d'administration pourrait aussi simplement avoir pour effet de marginaliser ces derniers. En Allemagne, où la représentation des syndicats au *Aufsichtsrat* (conseil de surveillance) est obligatoire, les principales décisions ont été transférées au *Vorstand* (conseil de direction) constitué des administrateurs qui sont aussi des cadres supérieurs. L'*Aufsichtsrat* n'a plus qu'une fonction symbolique.

Nakamura, Cragg et Sayers font valoir que l'accent mis sur les soi-disant lacunes en matière de formation détournent notre attention d'autres problèmes qui sont aussi à l'origine des nombreux problèmes sociaux du Canada. L'un de ces problèmes est la structure de l'assurance-chômage. Les auteurs préconisent une réforme du régime d'assurance-chômage pour permettre aux employeurs qui prennent l'engagement de protéger la sécurité d'emploi de verser des cotisations moins élevées au régime. Un autre problème est celui de la promotion d'étudiants fonctionnellement illettrés d'un niveau à l'autre, à l'école primaire et secondaire. Les coûts de l'intervention requise pour corriger après coup douze années gaspillées sont énormes. Il est impératif d'assurer un meilleur suivi des résultats des étudiants et du rendement des enseignants. Un troisième problème est le coût prohibitif d'une longue formation postsecondaire pour les étudiants venant de familles pauvres et ceux qui sont soutien de famille. Une

formule quelconque de subventions gouvernementales semblerait ici raisonnable. Enfin, les étudiants ont souvent peu d'information au sujet des programmes de formation qui leur donneraient le plus de chance de se trouver un emploi. Pour corriger cette situation, les auteurs proposent que des renseignements sur les emplois disponibles et la rémunération moyenne des diplômés des divers programmes d'études postsecondaires devraient être diffusés auprès du public.

Même si Michael Trebilcock, de la Faculté de droit de l'Université de Toronto, partage le scepticisme de Nakamura et coll. au sujet de l'utilité des structures de régie axées sur la participation des travailleurs en vue d'atteindre des objectifs de formation professionnelle, il est moins enthousiaste à l'endroit des diverses initiatives prescrites par les auteurs. Trebilcock est d'avis que les mesures proposées par Nakamura et coll. ne suffiraient pas, à elles seules, à répondre aux besoins de formation professionnelle ou de recyclage. Comme point de départ d'une réforme des politiques, Trebilcock insiste sur la nécessité de faire une distinction entre les différentes clientèles possibles des services de formation professionnelle ou de recyclage, en faisant valoir que la combinaison appropriée de mesures peut varier considérablement d'un groupe à l'autre. Pour ce qui est de déterminer les mesures appropriées à prendre pour chaque groupe, Trebilcock favorise une plus grande concurrence du côté de l'offre des programmes de formation. Il s'inquiète du contrôle excessivement centralisé exercé par le gouvernement fédéral (qui se manifeste notamment par l'achat de sièges dans des collèges communautaires). En définitive, Trebilcock croit que la façon la plus efficace de stimuler la concurrence serait d'adopter une stratégie orientée vers la demande, comme celle liée à un programme de bons d'études.

Dans une étude intitulée « La régie des organismes à but non lucratif », l'économiste-conseil Ron Hirshhorn apporte une contribution utile en définissant la portée des problèmes de régie qui se posent dans un tiers secteur, celui des organismes à but non lucratif. Son analyse est pertinente parce que l'État s'en remet de plus en plus aux organismes à but non lucratif pour la prestation de toute une gamme de biens et de services publics. Hirshhorn puise dans l'abondante littérature sur la théorie de l'organisation pour expliquer que les organismes à but non lucratif constituent une solution à des lacunes du marché qu'il serait trop coûteux de résoudre en faisant appel à des prestateurs à but lucratif ou publics. L'auteur s'intéresse en particulier aux stimulants pervers engendrés par un mode de prestation à but lucratif dans les secteurs où le produit est difficile à mesurer. Il insiste sur la nécessité d'évaluer le bien-fondé de la prestation à but non lucratif, cas par cas, en tenant compte de toute une série de critères qu'il propose. Hirshhorn fait toutefois une mise en garde : la simple présence d'une lacune dans le fonctionnement des marchés privés et politiques ne justifie pas forcément le recours à des modes de prestation à but non lucratif. Le calcul qu'il faut faire est de comparer les économies que l'on peut réaliser sur les coûts de transaction dans certains secteurs à l'augmentation des coûts d'observation dans d'autres.

Pour illustrer son analyse, Hirshhorn présente trois études de cas portant sur les soins de santé communautaires, les administrations aéroportuaires locales et les universités. Si l'auteur juge assez convaincants les arguments en faveur de la prestation à but non lucratif des soins de santé communautaires, il est plus sceptique quant à la valeur d'une telle formule pour les administrations aéroportuaires (compte tenu des propriétés monopolistiques de ces activités) et des universités (en raison de la complexité de la définition et de la mesure des produits).

Hirshhorn propose plusieurs voies de réforme sur le plan des politiques pour renforcer le fonctionnement des organismes à but non lucratif. Il préconise un examen indépendant du rendement des gestionnaires de ces organismes et l'imposition d'exigences rigoureuses en matière de divulgation. Hirshhorn reconnaît qu'il ne sera pas facile d'obtenir des améliorations du rendement en adoptant de telles mesures. La difficulté réside dans le fait que de nombreux services à but non lucratif ne peuvent être définis avec précision et sont encore plus difficiles à surveiller. De fait, la présence de ces caractéristiques explique souvent pourquoi les organismes motivés par le profit évitent la prestation de tels services. Néanmoins, Hirshhorn se dit optimiste quant à la possibilité de mettre en place des mesures précises du rendement pour un certain nombre de services à but non lucratif, dans le but d'accroître sensiblement les pressions exercées sur ces prestateurs par les marchés de produits. À tout événement, l'intérêt qu'accorde Hirshhorn au rôle de l'État dans la divulgation de renseignements sur les organismes à but non lucratif est justifié. Il est clair que, dans l'économie mondialisée du prochain millénaire, le rôle de l'État évoluera progressivement de la production directe de biens et services pour passer à celui de surveillant externe et de diffuseur d'information sur les biens et les services produits par d'autres, notamment les organismes à but non lucratif.

Une série de recommandations préconisées par Hirshhorn s'avère particulièrement intéressante; elle a trait à l'insuffisance des dispositions en matière de régie que l'on retrouve dans la partie II de la *Loi sur les corporations canadiennes*, qui s'applique aux organismes à but non lucratif canadiens. Contrairement aux normes de responsabilité relativement claires qui figurent habituellement dans les lois sur les sociétés, Hirshhorn constate que les dispositions législatives qui s'appliquent aux organismes à but non lucratif ne leur imposent pas de devoirs comparables. Il soutient que des règles raisonnables pourraient être mises en place pour déterminer quels sont les intervenants importants, en fonction de leur contribution à l'organisation.

Le commentaire de Bruce Chapman sur l'étude de Hirshhorn vise principalement le segment des oeuvres de bienfaisance du secteur des organismes à but non lucratif. Il élabore une justification pour la prestation à but non lucratif des services de bienfaisance en s'appuyant sur une analyse de l'offre, plutôt que sur l'analyse de la demande privilégiée par Hirshhorn. Chapman affirme que l'on peut recourir à des organismes de bienfaisance à but non

lucratif pour fournir certains biens publics d'une façon qui permette d'éviter le conflit politique – problématique et déstabilisant – qui risque de surgir lorsque la prestation de ces biens est assurée par le secteur public. Chapman fait aussi valoir que la forme d'organisation à but non lucratif non seulement évite les lacunes contractuelles mais permet aussi aux donateurs et aux investisseurs, du côté de l'offre, d'exercer un contrôle sur les transferts en nature qui caractérisent souvent les organismes de bienfaisance à but non lucratif. Ce raisonnement appuie le principe de l'imposition aux organismes de bienfaisance de critères de déboursés pour forcer leurs gestionnaires à retourner régulièrement solliciter leurs donateurs en vue d'obtenir des fonds supplémentaires et limiter ainsi le risque d'une dérive possible de l'organisme. Chapman se dit aussi en faveur de restrictions quant à la « gamme d'activités » permise pour restreindre la mesure dans laquelle les gestionnaires des organismes à but non lucratif peuvent s'écarter de leurs objectifs de bienfaisance.

NOTES

1 M. Porter, *Le Canada à la croisée des chemins : les nouvelles réalités concurrentielles*, Conseil canadien des chefs d'entreprises et Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, 1991, p. 10-12.

2 T. Hatzichronoglou, « Indications of Industrial Competitiveness: Results and Limitations », paru dans *Technology and National Competitiveness*, ouvrage publié sous la direction de J. Niosi, McGill-Queen's University Press, Montréal, 1991, p. 191 (citant des données de l'OCDE).

3 Données provenant du Fonds monétaire international, telles que rapportées dans la revue *The Economist*, World Economy Survey, 19-25 septembre 1992, p. 17.

4 *Statistical Abstract of the United States*, diverses années.

5 *Ibidem.*

6 M. Porter, *The Competitive Advantage of Nations*, The Free Press, New York, 1990, p. 681.

7 R. J. Daniels, « Can Contractarianism be Compassionate?: Stakeholders and Takeovers », *University of Toronto Law Journal*, 1994.

8 La question de la fonction objective de l'entreprise est examinée dans un numéro collectif du *University of Toronto Law Journal* consacré au thème de la régie d'entreprise et des groupes concernés.

9 *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Ltd.* (1991), 80 D.L.R. (4e) 359 (Cour d'appel de la Saskatchewan); *Remington Energy Ltd. c. Joss Energy Ltd.*, jugement non publié, Cour du banc de la Reine de l'Alberta, selon J. Fraser, 17 décembre 1993; *MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts*

Inc. (1994) 17 OSCB 4971; et *Lac Minerals Ltd. and Royal Oak Mines Inc.* (1994) 17 OSCB 4963.

10 Plusieurs exemples peuvent être cités. Les stimulants fiscaux que renfermait le budget fédéral de 1963 en vue d'abaisser la retenue fiscale sur les dividendes de 15 à 10 p. 100 pour les entreprises où des Canadiens étaient propriétaires bénéficiaires d'au moins 25 p. 100 du capital-actions comportant droit de vote, où la société mère et ses sociétés affiliées ne détenaient pas plus de 75 p. 100 des actions comportant droit de vote et où les actions de la filiale étaient inscrites à une bourse canadienne; la création de l'Agence d'examen de l'investissement étranger en 1974 et l'accent qu'elle a mis sur la participation des Canadiens au capital-actions comme condition d'entrée au Canada; ainsi que les stimulants prévus dans le Programme énergétique national du gouvernement Trudeau pour favoriser la propriété canadienne.

BIBLIOGRAPHIE

Allen, F., « Strategic Management and Financial Markets », *Strategic Management Journal*, vol. 14, 1993, p. 11-22.

Barclay, M. et C. Holderness, « Private Benefits from Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 371-397.

_____, « The Law and Large Block Trades », *Journal of Law and Economics*, vol. 35, 1992, p. 265-294.

Barclay, M., C. Holderness et J. Pontiff, « Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed End Funds », *Journal of Finance*, vol. 33, 1993, p. 263-291.

Beason, M. et H. Weinstein, « Growth, Targeting and Economies of Scale in Japan: 1960-1990 », *Review of Economics and Statistics*, 1994.

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

Bhagat, S., J. Brickley et R. Lease, « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1985, p. 195-215.

Brickley, J., S. Bhagat et R. Lease, « The Impact of Long Range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1985, p. 115-129.

Comment, R. et G. Schwert, « Poison or Placebo? Evidence on the Deterence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures », *Journal of Financial Economics*, vol. 39, n° 1, 1995, p. 3-4.

Daniels, R., « Can Contractarianism be Compassionate?: Stakeholders and Takeovers », *University of Toronto Law Journal*, 1994.

Harris, D., R. Morck, J. Slemrod et B. Yeung, « Income Shifting in U.S. Multinational Corporations », paru dans *Studies in International Taxation*, ouvrage publié sous la direction de A. Giovannini, G. Hubbard et J. Slemrod, University of Chicago Press, Chicago, 1993.

Hermalin, B. et M. Weisbach, « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 4, 1991, p. 101-112.

Jarrell, G. et A. Poulson, « Dual Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence », *Journal of Financial Economics*, vol. 20 (1/2), 1988, p. 129-152.

Jensen, Michael, « The Agency Costs of Free Cash Flow », *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 323-329.

Johnson, W., R. Magee, J. Nandu, J. Nagarakam et H. Newman, « An Analysis of the Stock Price Reactions to Sudden Executive Deaths », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1985, p. 151-174.

Lakonishok, J., A. Shleifer et R. Vishny, « The Structure and Performance of the Money Management Industry », *Brookings Papers on Economic Activity and Microeconomics*, 1992, p. 339-391.

Lang, L. et R. Stulz, « Does Corporate Diversification Create Value? », manuscrit non publié, 1992.

Larcker, D., « The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1983, p. 3-30.

Mace, M., *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Cambridge, 1971.

McConnell, J. et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, 1990, p. 595-610.

Megginson, W., R. Nash et M. Van Randenborgh, « The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms », *Journal of Finance*, vol. 49, 1994, p. 403-452.

Morck, R., A. Shleifer et R. Vishny, « Management Ownership and Corporate Performance: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293-316.

_____, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, vol. 79, n° 4, 1989, p. 842-852.

Morck, R. et D. Stangeland, « Large Shareholders and Corporate Performance in Canada », manuscrit non publié, 1994.

Morck, R. et B. Yeung, « Why Investors Value Multinationality », *Journal of Business*, vol. 64, n° 2, 1991, p. 165-188.

_____, « Internalization: An Event Study », *Journal of International Economics*, vol. 33, 1992, p. 41-56.

Nesbitt, S. L., *Rewards from Corporate Governance*, California Public Employees Retirement System, 12 février 1992, p. 1-5.

Romano, R., « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered », *Columbia Law Review*, vol. 4, 1993.

Stangeland, D., « Issues in Corporate Control and the Performance of the Corporation », thèse de doctorat, Université de l'Alberta, 1994.

Tehranian, H. et J. Waegelin, « Market Reaction to Short Term Executive Compensation Plan Adoption » , *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, 1985, p. 131-144.

Weisbach, M., « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431-461.

Deuxième partie
La régie des sociétés canadiennes

P. Someshwar Rao et Clinton R. Lee-Sing
Secteur de la politique industrielle et politique scientifique
Analyse des investissements stratégiques
Industrie Canada

2

Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord

INTRODUCTION

PENDANT LA DERNIÈRE DÉCENNIE, l'économie mondiale a subi l'influence de plusieurs tendances globales intimement liées qui ont entraîné des changements profonds et fondamentaux. Ces changements se comparent par leur ampleur à ceux qu'a provoqués la Révolution industrielle au XIX^{e} siècle. Parmi ceux-ci figurent des innovations au niveau des produits, des procédés et des structures organisationnelles; des cycles d'utilisation de produits plus courts; un rythme accru de mondialisation des affaires; des déplacements marqués de l'avantage comparatif et de la situation concurrentielle des entreprises et des pays; une concurrence acharnée entre les entreprises et les pays afin de maîtriser la technologie et les marchés et d'attirer le capital et la main-d'œuvre nécessaires; la révolution dans le domaine des technologies de l'information; une réduction spectaculaire des coûts de transport et de communication; et l'émergence de la région Asie-Pacifique en tant que partenaire important dans l'économie mondiale.

Cette évolution globale a forcé tous les pays à devenir plus souples et à accélérer leur rythme d'adaptation structurelle. La performance économique d'un pays – que ce soit en terme absolu ou relatif – est donc fonction de la volonté et de la capacité de ses entreprises à s'adapter cons-tamment à un contexte en évolution permanente. On attribue la croissance économique lente, la performance décevante en matière de productivité, la stagnation des niveaux de revenu réel et le chômage élevé au Canada et dans d'autres pays industrialisés à l'incapacité des entreprises de modifier leurs stratégies et leurs activités et à l'inaptitude des pouvoirs publics à s'adapter rapidement et résolument à ces changements globaux.

La performance économique décevante de l'économie globale, notamment dans les pays de l'OCDE, et les difficultés économiques sérieuses que

connaissent plusieurs grandes entreprises bien connues d'envergure mondiale, telles que GM, IBM ou Eastman Kodak pendant les années 80 et au début des années 90, donnent fortement à penser que les systèmes de contrôles internes des entreprises (la régie d'entreprise) n'ont pas réussi à relever efficacement les défis de l'évolution et de l'adaptation structurelles. Puisqu'on prévoit que toutes les tendances structurelles que nous venons de mentionner se poursuivront – elles pourraient même s'intensifier –, il est probable que le défi de l'adaptation structurelle pour les entreprises et les régimes politiques du monde occidental se maintiendra pendant plusieurs décennies.

Les réactions et les interactions qui émanent des marchés du capital, des produits et des facteurs de production ainsi que des régimes juridiques, politiques et réglementaires, que ce soit individuellement ou collectivement, pourraient contribuer à solutionner efficacement les problèmes de gestion inefficiente, inefficace et insuffisante. Mais, comme Jensen (1993) l'a si bien dit, ces mécanismes de contrôle agissent soit de façon trop radicale, soit de façon trop lente, de sorte qu'il en résulte une adaptation structurelle très lente, des pertes de ressources productives, de sérieuses difficultés économiques pour les entreprises et les travailleurs, et une performance économique globale décevante. Par ailleurs, un système de régie d'entreprise efficace – y compris une participation active des actionnaires à la gestion directe et indirecte de l'entreprise par l'intermédiaire du conseil d'administration et la présence de mécanismes visant à maintenir un équilibre productif entre les actionnaires, le conseil d'administration et la gestion de l'entreprise – devrait accentuer le dynamisme et la souplesse de l'entreprise, minimiser les coûts globaux de l'adaptation économique et modifier et améliorer la performance économique globale.

Le regain d'intérêt qu'a connu récemment la recherche sur la régie d'entreprise au Canada et dans d'autres pays industrialisés est un indice de l'importance croissante que l'on attache à la régie interne des sociétés dans le but d'assurer le maintien d'une performance économique soutenue pour les entreprises et les pays. Par exemple, dans un rapport intitulé "*Where Were the Directors? Guidelines for Improving Corporate Governance in Canada*" et préparé pour le compte de la Bourse de Toronto[1], les auteurs examinent le rôle du conseil d'administration dans la régie d'entreprise et la prise de décision au Canada et ils recommandent 18 mesures visant à améliorer les structures et les pratiques de régie interne actuelles.

À ce jour, le débat sur la régie d'entreprise au Canada a surtout mis l'accent sur le rôle que le conseil d'administration remplit en vue de sauvegarder les intérêts des actionnaires et de réduire au minimum les coûts d'encadrement. En conséquence, les débats au niveau de la recherche et de l'élaboration de politiques se sont déroulés dans un contexte trop restreint. De plus, la recherche sur la régie d'entreprise faite jusqu'à maintenant au Canada est en bonne partie de nature qualitative; elle ne repose donc pas sur une analyse empirique rigoureuse. Puisque les efforts déployés actuellement dans le

domaine de la recherche et de l'élaboration de politiques mettent simplement l'accent sur des comparaisons entre pays du contexte dans lequel se déroule la régie d'entreprise, ces travaux ne peuvent pas contribuer à résoudre ces problèmes. Par exemple, la plupart des entreprises canadiennes sont à capital fermé, tandis que la majorité des sociétés américaines sont à propriété dispersée. Le problème de l'ignorance témoignée par les gestionnaires à l'égard des actionnaires est beaucoup plus répandu dans les sociétés américaines à propriété dispersée qu'il ne l'est dans les entreprises canadiennes à capital fermé. Par conséquent, la recherche et, en définitive, les politiques publiques devraient mettre l'accent sur les problèmes qui sont propres au contexte canadien de la régie d'entreprise.

La présente étude a pour objet principal de présenter une analyse empirique approfondie et axée sur l'entreprise des rapports qui existent entre la régie interne, la prise de décision et le rendement des entreprises au Canada. L'utilisation d'un vaste ensemble de données sur des sociétés canadiennes et américaines nous permettra notamment d'analyser empiriquement dans cette étude le rôle que remplissent les *structures* de régie interne dans la prise de décision et le rendement des entreprises au Canada et de comparer les résultats canadiens avec ceux obtenus pour les États-Unis. L'objectif secondaire de notre étude vise à fournir un cadre empirique général aux autres études contenues dans cet ouvrage, notamment les travaux qualitatifs portant sur des problèmes précis de régie d'entreprise.

Parmi les variables de régie d'entreprise figurent, entre autres, le degré de concentration de la propriété (par exemple, des sociétés à capital fermé par rapport à des sociétés à propriété dispersée), la taille et la composition du conseil d'administration (par exemple, des administrateurs internes par rapport à des administrateurs externes), la propriété institutionnelle, la propriété par des initiés et le rôle du PDG au conseil d'administration. Parmi les variables de prise de décision, on trouve le ratio d'endettement, le ratio capital-travail, l'intensité en R-D et le degré d'ouverture sur l'extérieur (mesuré en fonction de l'importance des actifs et des ventes à l'étranger par rapport au total des actifs et des ventes). Les variables de rendement de l'entreprise comprennent des indicateurs comptables (comme la productivité du capital et de la main-d'œuvre), l'augmentation des actifs et des ventes, la croissance des gains par action et les taux de rendement sur les actifs et le capital-actions[2].

Notre introduction est suivie d'une section qui traite du système de régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis. Dans cette section, nous présentons une analyse des structures de régie d'entreprise, fondée sur une ventilation des sociétés regroupées en fonction de leur taille (mesurée à l'aide du niveau des ventes) et de leur appartenance aux principales branches industrielles. Vient ensuite une section portant sur le cadre analytique. Nous y donnons une description assez détaillée du cadre utilisé pour examiner de façon empirique le rôle des structures de régie, de la prise de décision et du rendement des entreprises au Canada et aux États-Unis. Dans une section subséquente, nous

présentons une analyse des résultats empiriques, en faisant ressortir l'importance d'une régie d'entreprise et d'une prise de décision efficaces pour que les sociétés puissent atteindre un rendement économique soutenu et solide dans les deux pays. Enfin, nous concluons notre étude en résumant nos principaux résultats et nous examinons leur incidence sous l'angle des stratégies d'intervention que les entreprises, les institutions et les pouvoirs publics pourraient envisager d'adopter.

Nos résultats indiquent que les structures de régie d'entreprise au Canada diffèrent considérablement de celles qu'on trouve aux États-Unis, notamment en ce qui a trait à la nature et à la concentration de la propriété des sociétés, la propriété institutionnelle, la propriété par des initiés et la composition des conseils d'administration. Entres autres, le degré de concentration de la propriété des sociétés est considérablement plus élevé au Canada qu'il ne l'est aux États-Unis, mais la concentration de la propriété institutionnelle est beaucoup plus élevée dans les sociétés américaines qu'elle ne l'est dans les entreprises canadiennes. Mais ce qui importe davantage, c'est que les variables de régie d'entreprise, notamment aux États-Unis, semblent avoir une influence appréciable sur les variables de rendement des entreprises – tant directement qu'indirectement – par le biais de leur incidence sur les variables de prise de décision des sociétés.

Systèmes de régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis

Dans la présente section, nous définissons les variables de régie d'entreprise et nous examinons les structures de régie d'entreprise au Canada à partir de données ventilées selon six tranches principales de taille d'entreprise et 11 groupes industriels majeurs. Les résultats obtenus au Canada sont comparés à ceux des États-Unis. Une description de la base de données et des caractéristiques des échantillons utilisés pour le Canada et les États-Unis, notamment les répartitions selon la taille et le groupe industriel, figure à l'appendice 1.

Les auteurs d'études portant sur la régie d'entreprise mettent l'accent sur deux groupes principaux de variables de régie interne : d'une part, les caractéristiques et les rapports entre le conseil d'administration et la gestion de l'entreprise et, d'autre part, la structure de propriété de l'entreprise. À l'intérieur de ces deux groupes de variables, on établit aussi une autre distinction selon que les variables se rapportent aux structures ou aux pratiques.

L'appendice 2 contient des résumés comparatifs du contexte de la régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis[3]. On y décrit le rôle que les variables tant de structure que de pratique remplissent au niveau de la détermination du contexte de la régie d'entreprise. Toutefois, notre étude a pour objet de présenter une analyse empirique des contextes de la régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis. Par conséquent, les résumés présentés dans l'appendice 2 peuvent

très bien servir de fondement à une comparaison des contextes canadiens et américains.

Parmi les caractéristiques structurelles du conseil d'administration et de la gestion d'une société figurent la taille du conseil d'administration (Jensen, 1993 et Friedlander, 1992), la taille de l'effectif des cadres supérieurs (Friedlander, 1992), le ratio des administrateurs internes ou des initiés (Jensen, 1993 et Friedlaender, 1992), le ratio des administrateurs étrangers, le fait que le PDG fasse aussi partie du conseil d'administration (Jensen, 1993) et le niveau de propriété par des initiés (Jensen, 1993).

Les pratiques propres au conseil d'administration et à la gestion des sociétés sont mesurées à l'aide de variables auxiliaires qui visent à tenir compte de la culture du conseil d'administration (Jensen, 1993), son expertise financière (Jensen, 1993), le niveau de responsabilité légale assumée par les administrateurs (Jensen, 1993), les caractéristiques personnelles (comme l'âge, le niveau de scolarité et l'expérience) des cadres supérieurs (Friedlander, 1992), l'âge et le cycle de vie de l'entreprise (Morck et Stangeland, 1994) et les rapports entre le PDG (comme les échanges de renseignements et la prise de décision) et les administrateurs internes (Baysinger et Hoskisson, 1990).

La structure de la propriété des sociétés est mesurée au moyen de variables comme le niveau de propriété ou d'intervention institutionnelle (Jensen, 1993), la proportion des actions détenues par les actionnaires les plus importants (Morck et Stangeland, 1994) et le degré de concentration de la propriété des sociétés (Morck et Stangeland, 1994).

Les pratiques qui se rattachent à la structure de propriété des sociétés comprennent l'incidence des divers types de droits de vote (Morck et Stangeland, 1994) et le rôle du fondateur ou de l'héritier sur le plan de la propriété de l'entreprise (Morck et Stangeland, 1994).

Comme il s'est révélé très difficile d'obtenir des données quantitatives fiables pour les variables de pratiques de régie interne, notre étude porte uniquement sur les variables de structures d'entreprise suivantes :

- Concentration des actions avec droit de vote et contrôle de la propriété
- Niveau de propriété par des initiés
- Propriété institutionnelle
- Nombre d'administrateurs et de cadres supérieurs
- Ratio des administrateurs internes
- Ratio des administrateurs étrangers
- PDG au conseil et président du conseil

CONCENTRATION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE ET CONTRÔLE DE LA PROPRIÉTÉ

LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ DES ENTREPRISES, la proportion des actions avec droit de vote détenue par des actionnaires importants et le nombre

d'actionnaires importants sont tous des indicateurs de la concentration des actions avec droit de vote.

Concentration de la propriété des sociétés ou contrôle des sociétés

Le niveau de concentration de la propriété d'une société ou de contrôle d'une société se mesure à partir du nombre d'actions avec droit de vote détenu par un seul actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires. Cette variable est axée sur le contrôle de fait des actions avec droit de vote. Il y a trois catégories de concentration de la propriété : un *contrôle largement réparti*, en vertu duquel les entreprises n'ont aucun actionnaire ou groupe d'actionnaires connexes qui possèdent, directement ou indirectement, plus de 20 p. 100 des actions avec droit de vote; un *contrôle effectif*, selon lequel les entreprises ont un actionnaire ou un groupe d'actionnaires qui détiennent entre 20 et 49,9 p. 100 des actions avec droit de vote; et un *contrôle légal*, en vertu duquel un actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires détient directement ou indirectement plus de 50 p. 100 des actions avec droit de vote d'une société. Ces définitions sont les mêmes que celles utilisées par Daniels et MacIntosh (1991).

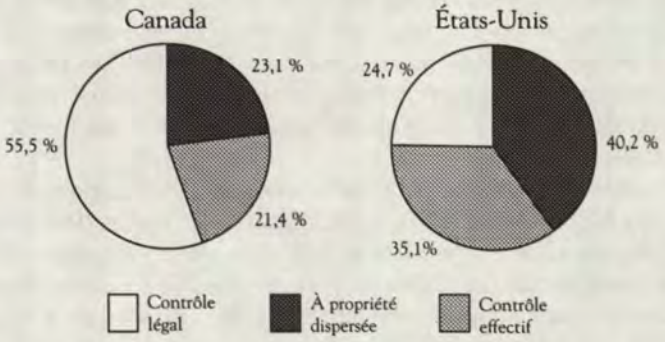
Dans l'échantillon canadien, 55,5 p. 100 des entreprises font l'objet d'un contrôle légal, tandis que 21,4 et 23,1 p. 100 sont assujetties, respectivement, à un contrôle effectif et à un contrôle largement réparti (voir la figure 1). Par contre, moins de 25 p. 100 des entreprises américaines sont l'objet d'un contrôle légal, tandis que 35,1 p. 100 sont caractérisées par un contrôle effectif et que 40,2 p. 100 sont détenues par un grand nombre d'actionnaires.

La majorité des sociétés canadiennes font l'objet d'un contrôle légal dans les six catégories d'entreprises réparties selon la taille. Les divergences au niveau de la structure de propriété entre les deux pays sont plus prononcées parmi les entreprises dont les ventes annuelles dépassent 1 milliard de dollars US (voir le tableau A3-5 de l'appendice 3). Ces résultats concordent avec ceux de Morck et Stangeland (1994).

Contrairement au tableau qui se dégage de la répartition des entreprises selon leur dimension, le niveau de concentration de la propriété est significativement différent parmi les principales branches industrielles canadiennes. Par exemple, la proportion des entreprises contrôlées légalement varie d'un seuil de 32 p. 100 dans l'industrie minière à un sommet de 72 p. 100 dans l'industrie des transports et des services publics (voir le tableau A3-6). Le secteur minier et les industries de fabrication à haute technicité comptent une majorité d'entreprises dans les catégories « à propriété dispersée » et « à contrôle effectif », tandis que le niveau élevé d'entreprises qui font l'objet d'un contrôle légal dans l'industrie des transports et des services publics pourrait tout simplement s'expliquer par le fait que les services publics appartiennent aux instances provinciales.

FIGURE 1

CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ DES SOCIÉTÉS AU CANADA



SOURCE : D'après des données du tableau A3-5.

Les niveaux de concentration de la propriété dans les industries américaines sont largement différents de ceux observés au Canada. La proportion des entreprises qui font l'objet d'un contrôle légal est considérablement inférieure dans toutes les grandes catégories industrielles aux États-Unis. Dans l'industrie des finances, de l'assurance et de l'immobilier et dans celle des transports et des services publics, la majorité des sociétés américaines sont contrôlées par un grand nombre d'actionnaires. Par contre, environ 70 p. 100 des entreprises canadiennes dans ces deux industries sont l'objet d'un contrôle légal.

Proportion des actions avec droit de vote détenues par des actionnaires importants

On considère qu'un actionnaire qui détient au moins 10 p. 100 des actions d'une société avec droit de vote est un actionnaire « important ». La proportion des actions avec droit de vote détenues par l'ensemble des actionnaires importants (possédant chacun un bloc d'au moins 10 p. 100 des actions) soulève essentiellement la question du contrôle de fait qui peut exister parmi ces actionnaires détenteurs de larges blocs d'actions. Cette variable est directement liée à celle du niveau de concentration des entreprises dont nous avons parlé plus haut, parce que les catégories de contrôle – largement réparti, effectif et légal – se fondent sur la proportion des actions avec droit de vote détenues par l'ensemble des actionnaires importants.

En moyenne, la majorité (53,6 p. 100) des actions avec droit de vote dans l'échantillon canadien est détenue par un ou plusieurs actionnaires importants. La forte concentration de la propriété des entreprises au Canada est compatible avec la majorité des sociétés qui font l'objet d'un contrôle légal. La proportion des actions avec droit de vote détenues par des actionnaires importants augmente en fonction de la dimension des entreprises, sauf pour celles dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US (voir le tableau A3-7). Cette conclusion est compatible avec le rapport positif qui existe entre la dimension des sociétés et la proportion des entreprises qui font l'objet d'un contrôle légal.

Contrairement aux similarités qu'affichent les deux variables de concentration selon la dimension des sociétés, la concentration de la propriété à l'intérieur des branches industrielles se différencie de la proportion détenue par les actionnaires importants. Cette proportion varie d'un sommet de 80 p. 100 dans l'industrie manufacturière à haute technicité à un seuil de 12 p. 100 dans l'industrie de l'agriculture, des forêts et de la pêche (voir le tableau A3-8) Même si l'industrie de la fabrication à haute technicité possède le niveau le plus élevé de propriété par des actionnaires importants, elle comporte un nombre peu élevé d'entreprises qui font l'objet d'un contrôle légal.

Nombre d'actionnaires importants

Le nombre d'actionnaires importants est un autre indicateur de la concentration des actions avec droit de vote à l'intérieur d'une société. Comme nous l'avons indiqué plus haut, le nombre de détenteurs de 10 p. 100 des actions n'est pas directement lié à la proportion totale des actions avec droit de vote détenues par les actionnaires importants d'une entreprise, mais il est aussi un indice de la concentration de la propriété à l'intérieur d'une entreprise.

L'examen de l'échantillon canadien indique que, contrairement à la proportion des actions avec droit de vote détenues par des actionnaires importants, le nombre d'actionnaires importants a tendance à diminuer en fonction de la dimension de l'entreprise, sauf pour la catégorie des entreprises de la taille la moins élevée (voir l'appendice 3, tableau A3-9). Il s'ensuit que la valeur moyenne en dollars des actions détenues par les actionnaires importants est considérablement plus élevée dans les plus grandes entreprises. Les sociétés dans toutes les tranches de taille comportent aussi un nombre plus élevé d'actionnaires importants au Canada qu'aux États-Unis.

Le nombre moyen d'actionnaires importants varie d'une branche industrielle majeure à l'autre. La construction, le commerce de gros, les services et la fabrication à forte intensité de main-d'œuvre ont tendance à avoir un nombre d'actionnaires importants plus élevé que la moyenne, tandis que l'agriculture, les finances et les mines ont un nombre plus restreint d'actionnaires importants. On n'observe aucune variation systématique de la concentration des

grands actionnaires d'une catégorie industrielle à l'autre dans les échantillons canadiens et américains (voir le tableau A3-10).

NIVEAU DE PROPRIÉTÉ PAR DES INITIÉS

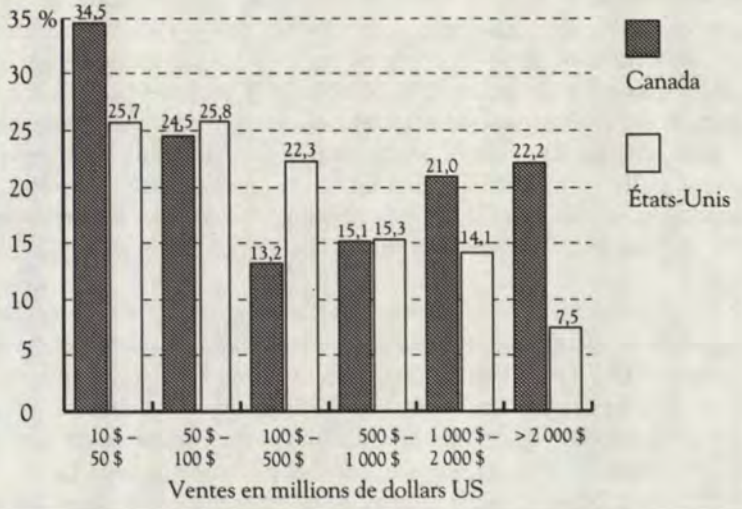
LA PROPORTION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE DÉTENUES par des « initiés » est calculée en se fondant sur la définition des transactions d'initiés ou d'actionnaires internes qu'utilise la Bourse de Toronto. Les actionnaires internes comprennent les administrateurs, les dirigeants et les associés de l'entreprise.

Dans l'échantillon canadien, plus de 21 p. 100 des actions des sociétés sont détenues, en moyenne, par des initiés, comparativement à moins de 10 p. 100 aux États-Unis. La proportion des actions avec droit de vote détenues par des initiés dans les entreprises canadiennes passe d'une moyenne de 35 p. 100 dans la catégorie des plus petites entreprises à 13 p. 100 pour les sociétés de dimension moyenne et elle remonte ensuite à plus de 22 p. 100 pour les sociétés de la taille la plus élevée. Par ailleurs, la propriété d'actions par des initiés aux États-Unis a tendance à diminuer de façon systématique en fonction de la dimension des entreprises (voir la figure 2).

Aux États-Unis, les entreprises dans le commerce de détail, l'agriculture, les forêts et la pêche, le commerce de détail et les industries de services ont tendance à afficher des niveaux de propriété d'actions par des initiés plus élevés

FIGURE 2

PROPORTION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE DÉTENUES PAR DES INITIÉS SELON LA TAILLE DES SOCIÉTÉS



SOURCE : D'après des données du tableau A3-11.

que la moyenne (voir le tableau A3-12). Par ailleurs, les sociétés dans les industries des mines, des transports et des services publics et de la fabrication à haute technicité tendent à afficher des niveaux de propriété par des initiés inférieurs à la moyenne. L'absence de données sur la propriété par des initiés dans plusieurs industries canadiennes nous empêche de présenter des comparaisons par industrie entre le Canada et les États-Unis.

PROPRIÉTÉ INSTITUTIONNELLE

LA PROPRIÉTÉ INSTITUTIONNELLE est la proportion des actions avec droit de vote détenues par des investisseurs institutionnels. Aux fins de notre étude, nous avons adopté une définition des « propriétaires institutionnels » qui est semblable à celle utilisée par Disclosure Incorporated. Les propriétaires institutionnels comprennent des banques et d'autres institutions financières, des caisses de retraite, des fonds mutuels et d'autres sociétés qui possèdent des actions.

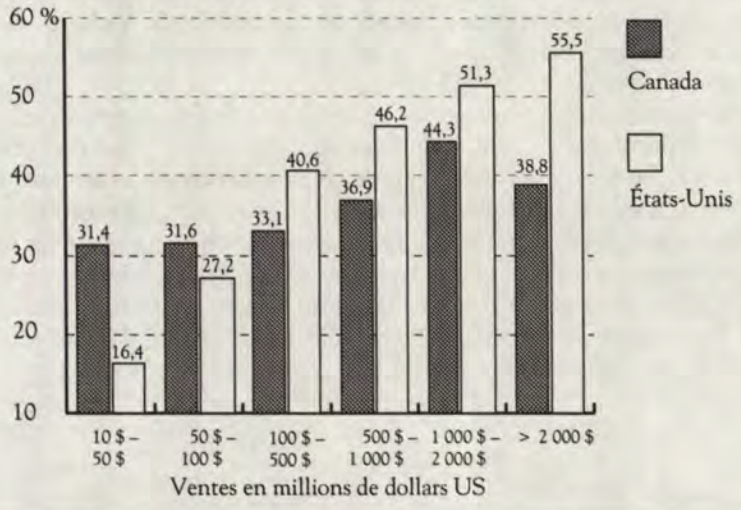
Dans l'échantillon canadien, les propriétaires institutionnels contrôlent environ 38 p. 100 de la valeur monétaire des actions, comparativement à 53 p. 100 dans l'échantillon américain. La contradiction apparente entre la proportion plus faible de sociétés qui sont l'objet d'un contrôle légal et les niveaux plus élevés de propriété institutionnelle dans l'échantillon américain signifie qu'il y a un nombre plus élevé de détenteurs institutionnels d'actions aux États-Unis, chacun d'eux ne contrôlant qu'un faible bloc d'actions de sociétés.

La propriété institutionnelle dans l'échantillon canadien augmente en fonction de la dimension des entreprises, sauf pour la catégorie des sociétés de la taille la plus élevée. Toutefois, ce mouvement ascendant n'est pas aussi marqué que celui que montre l'échantillon américain, dans lequel l'éventail de la propriété institutionnelle passe d'un seuil de 16 p. 100 dans le groupe de sociétés de la tranche de taille la moins élevée à un sommet de plus de 55 p. 100 dans la catégorie des entreprises de la taille la plus élevée. Les entreprises canadiennes ont des niveaux de propriété institutionnelle plus élevés que leurs homologues américaines dans les deux catégories regroupant les entreprises de plus petite taille. Par contre, dans les autres catégories, les sociétés canadiennes ont tendance à afficher des niveaux de propriété institutionnelle inférieurs à ceux des entreprises de dimension semblable aux États-Unis (voir la figure 3).

Par rapport aux autres industries canadiennes, l'industrie de l'agriculture, des forêts et de la pêche est celle qui affiche le niveau de propriété institutionnelle le moins élevé (9,57 p. 100 comparativement à une moyenne pondérée canadienne de 38,24 p. 100). Les industries des finances, de la fabrication à forte intensité de ressources, du commerce de détail et du commerce de gros ont des niveaux de propriété institutionnelle inférieurs à la moyenne. Les industries de la fabrication à haute technicité et des transports et des services publics affichent des niveaux élevés de propriété institutionnelle.

FIGURE 3

PROPORTION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE DÉTENUES PAR DES INSTITUTIONS SELON LA TAILLE DES SOCIÉTÉS



SOURCE : D'après des données du tableau A3-13.

Contrairement à ce qu'on peut observer au Canada, le niveau de propriété institutionnelle dans l'échantillon des États-Unis ne varie pas de façon appréciable entre les principaux groupes industriels. Il passe d'un seuil de 49,4 p. 100 dans l'industrie du commerce de détail à un sommet de 59,3 p. 100 dans l'industrie des finances, de l'assurance et de l'immobilier (voir l'appendice 3, tableau A3-14).

NOMBRE D'ADMINISTRATEURS ET DE CADRES SUPÉRIEURS

LE NOMBRE D'ADMINISTRATEURS QUE COMPREND le conseil d'administration d'une société est précisé et disponible dans le rapport annuel des entreprises. De même, des données sur le nombre de cadres supérieurs (président, vice-présidents exécutifs, vice-présidents principaux, vice-présidents, directeurs, trésorier, secrétaire, contrôleur, directeur des services financiers et autres postes comparables) sont aussi disponibles dans les rapports annuels des sociétés.

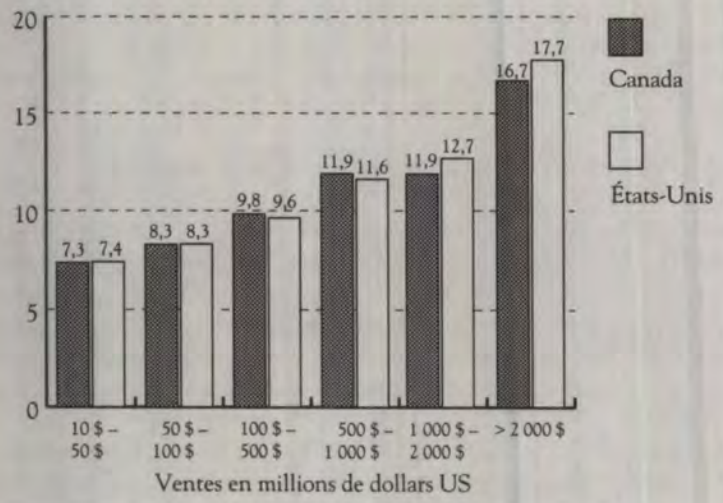
Le nombre moyen d'administrateurs dans les sociétés canadiennes s'établit à 9,25 personnes, tandis que le chiffre comparable aux États-Unis est de 9,87 personnes. Le nombre d'administrateurs augmente en fonction de la taille des entreprises dans les échantillons américain et canadien. Le nombre

d'administrateurs dans les quatre tranches regroupant les sociétés les plus petites est le même au Canada qu'aux États-Unis. Toutefois, dans les deux tranches regroupant les plus grandes entreprises, le nombre d'administrateurs a tendance à être considérablement plus élevé dans l'échantillon américain que dans l'échantillon canadien. Il est possible que cette divergence soit surtout attribuable au fait que les entreprises américaines dans les deux classes supérieures sont de taille plus élevée que celle de leurs homologues canadiennes (voir la figure 4).

Le nombre d'administrateurs entre les principales catégories industrielles dans l'échantillon canadien tend à évoluer de pair avec celui de l'échantillon américain. En moyenne, les secteurs de la construction et des services possèdent le nombre le moins élevé d'administrateurs, tandis que l'industrie des transports et des services publics et celle de la fabrication à forte intensité de ressources ont tendance à avoir le nombre d'administrateurs le plus élevé (voir le tableau A3-16). À l'instar du nombre d'administrateurs, le nombre de cadres supérieurs augmente en fonction de la taille des entreprises dans les échantillons des deux pays (tableaux A3-17 et A3-18).

FIGURE 4

NOMBRE D'ADMINISTRATEURS ET DE CADRES SUPÉRIEURS SELON LA TAILLE DES SOCIÉTÉS



SOURCE : D'après des données du tableau A3-15.

RATIO DES ADMINISTRATEURS INTERNES

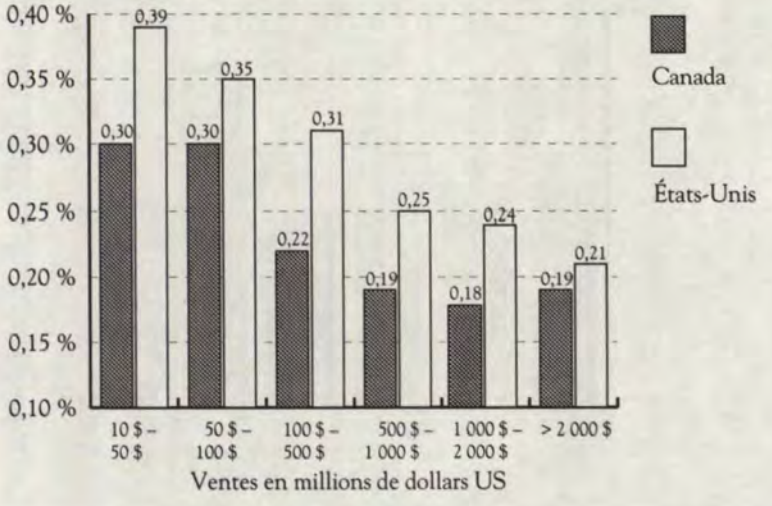
LE RATIO DES ADMINISTRATEURS INTERNES OU DES INITIÉS est le rapport entre le nombre d'administrateurs internes (cadres de l'entreprise qui font aussi partie du conseil d'administration) et le nombre total d'administrateurs[4].

Le ratio des administrateurs internes s'établit en moyenne à 20 p. 100 dans l'échantillon canadien et à 22 p. 100 dans l'échantillon américain. De plus, le ratio des initiés aux États-Unis est plus élevé que celui observé au Canada dans toutes les tranches de taille d'entreprises. Le ratio des initiés diminue en fonction de la dimension des sociétés dans les deux échantillons, c'est-à-dire que les plus grandes entreprises ont tendance à avoir un ratio d'administrateurs internes moins élevé (voir la figure 5).

Au Canada, le ratio des administrateurs internes tend à être plus élevé dans les industries de la fabrication à haute technicité, du commerce de détail, des services, des mines et de la construction. Par ailleurs, le ratio est moins élevé dans l'industrie des finances, de l'assurance et de l'immobilier, et dans celle des transports et des services publics. Sauf quelques exceptions, la structure industrielle du ratio des initiés au Canada tend à être semblable à celle observée aux États-Unis (voir le tableau A3-20).

FIGURE 5

RATIO DES ADMINISTRATEURS INTERNES SELON LA TAILLE DES SOCIÉTÉS



SOURCE : D'après des données du tableau A3-19.

RATIO DES ADMINISTRATEURS ÉTRANGERS

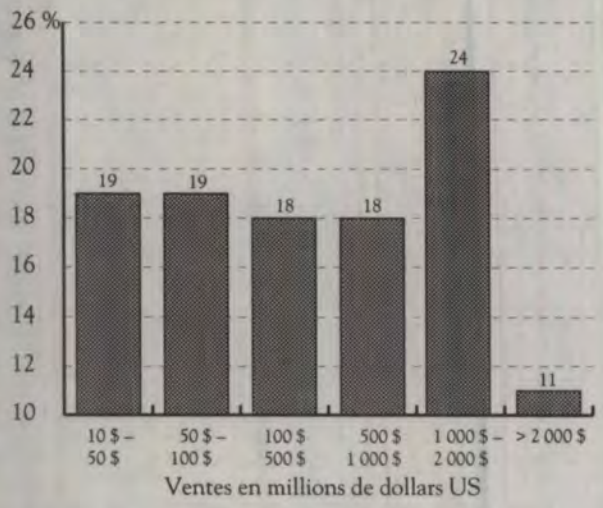
LE RATIO DES ADMINISTRATEURS ÉTRANGERS est le rapport entre le nombre d'administrateurs qui résident à l'extérieur du pays où l'entreprise est constituée en société et le nombre total d'administrateurs[5]. Ces données ne sont disponibles que pour l'échantillon canadien.

En moyenne, 15 p. 100 seulement des administrateurs de sociétés canadiennes sont des résidants de pays étrangers. Le ratio des administrateurs étrangers tend à demeurer constant autour de 18 et 19 p. 100 pour les quatre premières tranches de taille d'entreprises. Toutefois, il passe à 24 p. 100 pour les sociétés dont les ventes varient entre 1 et 2 milliards de dollars US. Mais, pour le groupe d'entreprises de la dimension la plus élevée (ventes de plus de 2 milliards de dollars US), le ratio n'atteint que 11 p. 100, en moyenne (voir la figure 6).

Les industries des mines, de la fabrication à forte intensité de ressources, des services et du commerce de détail ont des ratios d'administrateurs étrangers qui dépassent la moyenne. Par contre, les ratios des industries des mines, de la construction et de la fabrication à coefficient élevé de main-d'œuvre sont inférieurs à la moyenne (voir le tableau A3-22).

FIGURE 6

RATIO DES ADMINISTRATEURS ÉTRANGERS SELON LA TAILLE DES SOCIÉTÉS



SOURCE : D'après des données du tableau A3-21.

PDG MEMBRE DU CONSEIL OU PRÉSIDENT DU CONSEIL

CETTE VARIABLE INDIQUE SI LE président et directeur général de la société est aussi le président du conseil d'administration, comme le précise le rapport annuel des sociétés.

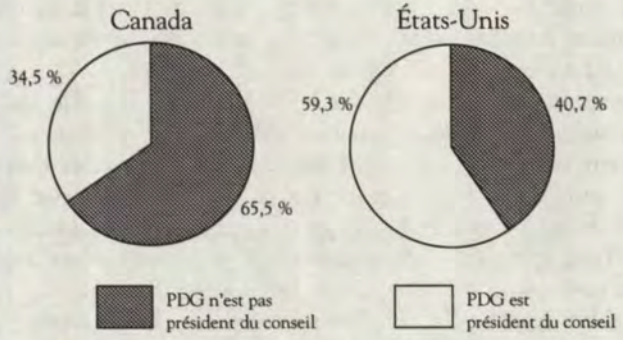
En moyenne, ce n'est que dans 34,5 p. 100 des entreprises canadiennes que le PDG est aussi président du conseil d'administration tandis que, d'après l'échantillon américain, cette proportion atteint 60 p. 100 aux États-Unis (voir la figure 7). Toutefois, dans plus de 83 p. 100 des entreprises canadiennes, le PDG est aussi membre du conseil d'administration de l'entreprise (voir le tableau A3-23). Il ne semble y avoir aucun rapport systématique dans l'échantillon canadien entre la taille des entreprises et le fait que le PDG soit ou non président du conseil. Mais il y une forte corrélation positive entre la dimension des entreprises et le fait que le PDG cumule les fonctions de président du conseil. Par contre, la proportion des entreprises dont le PDG cumule les fonctions de président du conseil ne varie pas de façon systématique entre les principaux groupes industriels (voir les tableaux A3-24 et A3-26).

RÉSUMÉ

LE NIVEAU DE CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ DES ENTREPRISES est considérablement plus élevé au Canada qu'aux États-Unis. Par exemple, plus de 55 p. 100 des sociétés sont l'objet d'un contrôle légal au Canada, comparativement à moins

FIGURE 7

PDG ET PRÉSIDENT DU CONSEIL D'ADMINISTRATION



SOURCE : D'après des données du tableau A3-25.

de 25 p. 100 aux États-Unis. La propriété institutionnelle est toutefois considérablement plus élevée aux États-Unis. Ces deux résultats donnent à penser qu'il y a un grand nombre d'investisseurs institutionnels aux États-Unis et que chacun d'entre eux ne contrôle que des blocs restreints d'actions.

Le nombre d'administrateurs et de cadres augmente en fonction de la taille des entreprises dans les deux pays. Le ratio des administrateurs internes (initiés) est plus élevé aux États-Unis dans les six tranches de taille d'entreprises. De même, la proportion des sociétés dont le PDG cumule les fonctions de président du conseil d'administration est beaucoup plus importante dans les sociétés américaines.

En moyenne, il semble y avoir une corrélation significative et systématique entre les variables de régie d'entreprise, les tranches de taille d'entreprises et les principaux groupes industriels. Par conséquent, il faut tenir compte de l'incidence de la dimension et des caractéristiques industrielles des sociétés dans le cadre d'un examen des effets des variables de régie d'entreprise sur la prise de décision et le rendement des sociétés.

CADRE ANALYTIQUE

DANS LA SECTION PRÉCÉDENTE, nous avons analysé sept caractéristiques principales des structures de régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis. Nous présentons maintenant une analyse empirique de l'incidence de la régie d'entreprise sur la prise de décision et le rendement des sociétés dans les deux pays. Dans la présente section, nous donnons un aperçu du cadre analytique sur lequel repose l'analyse empirique (ou analyse de régression) présentée dans les deux sections subséquentes.

On prévoit que les structures de régie d'entreprise influeront directement sur le rendement des sociétés par l'intermédiaire des effets qu'elles exercent sur l'efficience de l'entreprise au niveau de la gestion, des aspects techniques et de l'adaptation. De plus, les variables de régie d'entreprise peuvent influencer directement le rendement de l'entreprise par le biais de l'incidence qu'elles ont sur les stratégies et les décisions de la société en ce qui a trait aux facteurs de production, aux produits, à l'innovation, aux marchés, etc.

Par conséquent, on peut analyser la mesure dans laquelle les contrôles internes de l'entreprise peuvent contribuer efficacement à relever les défis de l'adaptation structurelle en analysant les rapports entre trois ensembles de variables : les variables de régie d'entreprise, les variables de prise de décision et les variables de rendement économique des sociétés. Les variables de structures de régie d'entreprise que nous avons utilisées dans l'analyse de régression sont celles que nous avons définies dans la section précédente.

Les variables de prise de décision représentent des activités qui se rapportent aux stratégies et aux décisions quotidiennes et à plus long terme. Elles comprennent le niveau d'endettement de l'entreprise, mesuré à l'aide du rapport entre l'endettement et les actifs de la société; le rapport capital-travail,

TABLEAU 1

VARIABLES DE RÉGIE INTERNE, DE PRISE DE DÉCISION ET DE PERFORMANCE

GROUPE DE VARIABLES	MESURE	VARIABLE
Régie interne	Concentration de la propriété	À propriété dispersée
	Concentration de la propriété	Contrôle effectif
	Concentration de la propriété	Proportion des actions avec droit de vote détenues par tous les actionnaires importants[1]
	Concentration de la propriété	Nombre d'actionnaires importants[1]
	Structure de la propriété	Propriété institutionnelle
	Structure de la propriété	Propriété par des initiés
	Structure du conseil	Ratio des administrateurs internes
	Structure du conseil	Ratio des administrateurs étrangers
	Structure du conseil	Taille du conseil
	Structure du conseil	Nombre de cadres supérieurs[1]
	Structure du conseil	PDG est membre du conseil
	Structure du conseil	PDG est président du conseil
	Structure du conseil	Donnée non disponible pour déterminer si le PDG est président du conseil[2]
Prise de décision	Endettement	Ratio de l'endettement aux actifs
	Intensité en R-D	Ratio de la R-D aux ventes
	Ratio capital-travail	Ratio des actifs au nombre d'employés
	Ouverture sur l'extérieur	Ratio des ventes à l'étranger aux ventes totales
	Ouverture sur l'extérieur	Ratio des actifs étrangers au total des avoirs[1]
	Ouverture sur l'extérieur	Présence soit d'actifs étrangers ou de ventes à l'étranger[1]
Performance	Rendement	Rendement sur le capital-actions
	Rendement	Rendement sur les actifs
	Croissance	Croissance des actifs
	Croissance	Croissance des ventes
	Croissance	Augmentation de la productivité
	Croissance	Augmentation de la productivité de la main-d'œuvre
	Croissance	Augmentation des gains par action
	Productivité	Ratio de productivité du capital (ventes sur actifs)
	Productivité	Ratio de la productivité de la main-d'œuvre (ventes sur nombre d'employés)

NOTA : Ce tableau contient une liste des variables décrites dans la section de l'étude portant sur le cadre analytique. Les variables qui apparaissent dans la troisième colonne sont regroupées sous trois catégories principales de variables : variables de régie interne, de prise de décision et de performance. Les variables sont aussi regroupées en fonction des diverses mesures qui figurent dans la deuxième colonne.

[1] Variables qui étaient incluses dans le cadre analytique de notre étude mais qui n'apparaissent pas parmi les résultats des régressions contenus dans les tableaux 5, 6, 7 et 8. Ces variables sont fortement corrélées avec d'autres variables qui constituent des mesures semblables; leur inclusion aurait pour effet de créer des problèmes de multicollinéarité.

[2] Variable utilisée dans les régressions pour le Canada parce que plusieurs entreprises n'ont pas fourni ces renseignements.

c'est-à-dire le rapport entre les actifs et le nombre d'employés; l'intensité en R-D, soit le rapport entre la R-D et les ventes totales; et le degré d'ouverture de l'entreprise sur l'extérieur, que l'on a mesuré de trois façons : le rapport entre les ventes à l'étranger et les ventes totales, le rapport entre les actifs étrangers et le total des actifs, et une variable auxiliaire qui est fondée sur la présence de ventes ou d'actifs à l'étranger.

Les variables de rendement économique des sociétés mesurent le comportement des entreprises sur le plan de la productivité, de la rentabilité et de la croissance. Parmi ces variables figurent le ratio de productivité du capital (rapport entre les ventes et les actifs), le ratio de productivité de la main-d'œuvre (rapport entre les ventes et le nombre d'employés), la progression des ventes, l'augmentation des actifs, la croissance de la productivité du capital et de la main-d'œuvre, le rendement sur le capital-actions, le rendement sur les actifs et l'augmentation des gains par action. Les variables utilisées dans l'analyse de régression figurent au tableau 1 et elles y sont regroupées selon les catégories retenues.

Les équations de régression comprennent deux ensembles de variables auxiliaires qui visent à neutraliser les effets de la taille des entreprises (ventes) et du secteur industriel auquel elles appartiennent sur les variables de prise de

TABLEAU 2

VARIABLES AUXILIAIRES UTILISÉES DANS L'ANALYSE DE RÉGRESSION

GROUPE DE VARIABLES	CATÉGORIE OU GROUPE
Taille	10 à 50 millions de $ US
	50 à 100 millions de $ US
	100 à 500 millions de $ US
	500 à 1 000 millions de $ US
	1 000 à 2 000 millions de $ US
	2 000 millions de $ US et plus
Industrie principale	Agriculture, forêts et pêche
	Construction
	Finances, assurance et immobilier
	Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre
	Mines
	Fabrication à forte intensité de ressources
	Services
	Fabrication à haute technicité
	Transports et services publics
	Commerce de gros

NOTA : Ce tableau contient une liste des variables auxiliaires de taille et de secteur industriel utilisées dans l'analyse de régression. Cinq variables auxiliaires de taille et 10 variables auxiliaires de groupe industriel furent créées en se servant de la méthode de codage des indicateurs. Nous avons utilisé pour les deux groupes témoins les catégories « 2 000 millions de $ US » et « commerce de gros ».

décision et de rendement des sociétés. Cinq variables auxiliaires représentent les six tranches de taille d'entreprise et dix variables auxiliaires représentent les onze groupes industriels principaux. Le tableau 2 contient une énumération des variables auxiliaires utilisées dans l'analyse de régression.

On peut avoir recours à deux modèles pour analyser les rapports entre les trois ensembles de variables. Le premier modèle (figure 8) permet d'analyser les rapports entre les variables de structures de régie d'entreprise et celles de la prise de décision dans les sociétés, en neutralisant les effets de la taille et du groupe industriel.

Le deuxième modèle (figure 9) permet d'isoler l'influence des variables de régie interne et de prise de décision des entreprises sur les variables de rendement, en neutralisant les effets de la taille et du groupe industriel.

FIGURE 8

RAPPORTS ENTRE LES STRUCTURES DE RÉGIE INTERNE ET DE PRISE DE DÉCISION DES SOCIÉTÉS

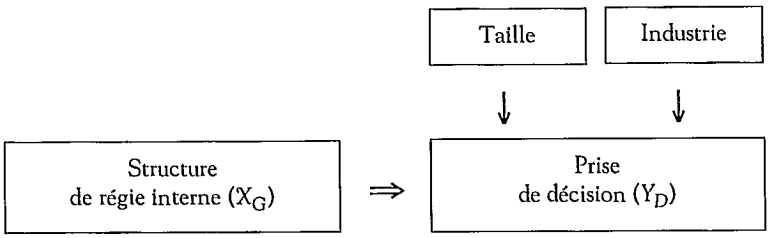
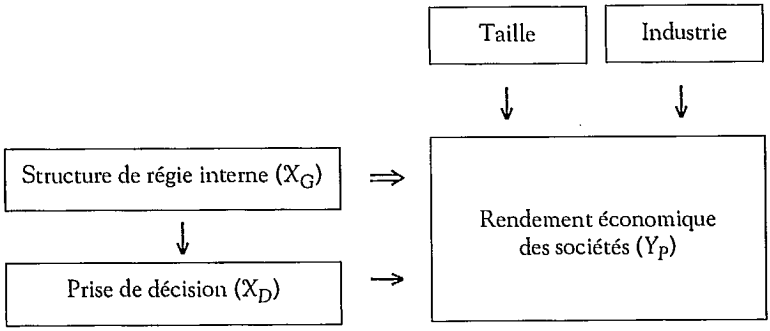


FIGURE 9

RAPPORTS ENTRE LES VARIABLES DE STRUCTURES DE RÉGIE INTERNE, DE PRISE DE DÉCISION ET DE RENDEMENT DES SOCIÉTÉS



Nous avons utilisé deux ensembles d'équations de régression pour mettre au point les formulations mentionnées ci-dessus. Le premier ensemble d'équations (ensemble 1 d'équations de régression) a servi à vérifier l'importance des effets que les variables de régie d'entreprise exercent sur les variables de prise de décision. Nous avons calculé les deux ensembles d'équations de régression à partir des échantillons canadiens et américains.

ENSEMBLE 1 D'ÉQUATIONS DE RÉGRESSION

$$Y_{D1} = f(X_{G1}, \ldots, X_{GN}, SIZ, MI)$$
$$\ldots$$
$$Y_{DN} = f(X_{G1}, \ldots, X_{GN}, SIZ, MI)$$

dans laquelle

$X_{G1}, \ldots, X_{GN}$ sont les variables de régie des sociétés
$Y_{D1}, \ldots, Y_{DN}$ sont les variables de prise de décision des sociétés
SIZ sont les variables auxiliaires pour la taille des sociétés
MI sont les variables auxiliaires pour le groupe industriel principal.

Le deuxième ensemble d'équations (ensemble 2 d'équations de régression) sert à analyser les rapports entre les variables de régie d'entreprise, les variables de prise de décision et celles du rendement des sociétés, en neutralisant les effets de la taille et du groupe industriel.

Dans ce contexte, l'effet total de la variable de régie d'entreprise sur la variable de rendement est la somme des deux effets : l'effet direct et l'effet indirect. L'effet indirect permet de mesurer l'influence de la variable de régie interne sur la variable de rendement qui agit par l'intermédiaire de son incidence sur la variable de prise de décision.

ENSEMBLE 2 D'ÉQUATIONS DE RÉGRESSION

$$Y_{P1} = f(X_{G1}, \ldots, X_{GN}, X_{D1}, \ldots, X_{DN}, SIZ, MI)$$
$$\ldots$$
$$Y_{PN} = f(X_{G1}, \ldots, X_{GN}, X_{D1}, \ldots, X_{DN}, SIZ, MI)$$

dans laquelle

$X_{G1}, \ldots, X_{GN}$ sont les variables de régie des sociétés
$X_{D1}, \ldots, X_{DN}$ sont les variables de prise de décision des sociétés
$Y_{P1}, \ldots, Y_{PN}$ sont les variables de rendement des sociétés
SIZ sont les variables auxiliaires pour la taille des sociétés
MI sont les variables auxiliaires pour le groupe industriel principal.

INCIDENCE POSSIBLE DES VARIABLES DE RÉGIE D'ENTREPRISE

NOUS PRÉSENTONS UNE ANALYSE DES RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS dans la section suivante. Mais nous allons d'abord examiner les rapports logiques qui existent

entre les variables de structures de régie interne, de prise de décision et de rendement des entreprises à la lumière des études déjà publiées sur la régie d'entreprise. Toutefois, comme nous l'indiquons ci-après, ces rapports sont influencés par un grand nombre d'éléments étroitement liés.

Concentration de la propriété

Morck et Stangeland (1994) ont analysé le rapport entre la concentration de la propriété et le rendement des sociétés au Canada et aux États-Unis. Les gestionnaires des sociétés à propriété dispersée ne peuvent ni être surveillés ni être contrôlés efficacement par des actionnaires dispersés et souvent mal renseignés qui ne détiennent qu'un nombre restreint d'actions (« petits » actionnaires). Par conséquent, les divergences d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires pourraient avoir des effets négatifs sur les décisions et le rendement des entreprises possédées par un grand nombre de petits actionnaires. Par ailleurs, des actionnaires bien renseignés qui détiennent un grand nombres d'actions (« grands » actionnaires) seront en mesure et incités de surveiller efficacement les décisions et le rendement des gestionnaires. Mais la concentration de la propriété des sociétés peut entraîner une concentration du pouvoir économique à la fois malsaine et non démocratique[6].

De plus, le rapport entre la propriété et le rendement des sociétés peut être influencé grandement par la nature de la structure de concentration de la propriété – la proportion des actions avec droit de vote détenues par des investisseurs institutionnels et des initiés, le nombre d'actionnaires importants, etc. Il est donc difficile d'évaluer a priori le rapport entre le niveau de concentration de la propriété et son incidence sur la prise de décision et le rendement des sociétés.

Dans un effort visant à mieux saisir les rapports entre le niveau de concentration de la propriété et la prise décision et le rendement des entreprises, nous avons réparti les échantillons des deux pays en trois groupes : les sociétés à propriété dispersée, les entreprises caractérisées par un contrôle effectif et les sociétés faisant l'objet d'un contrôle légal. Les moyennes des variables de régie interne et de prise de décision pour les trois groupes sont présentées dans le tableau A4-1 de l'appendice 4.

Il semble y avoir une corrélation négative systématique entre, d'une part, le taux de rendement sur les actifs et le capital-actions et, d'autre part, le niveau de concentration de la propriété aux États-Unis. Le rapport entre le taux de rendement et le niveau de concentration de la propriété n'est pas aussi manifeste pour les entreprises canadiennes parce que les taux de rendement moyens sur le capital-actions et le rendement moyen sur les actifs sont les mêmes pour les entreprises à propriété dispersée et pour celles qui font l'objet d'un contrôle légal.

Par ailleurs, la croissance des ventes et des actifs dans les entreprises américaines semble être corrélée positivement avec le niveau de concentration

de la propriété. Dans l'échantillon canadien, les entreprises assujetties à un contrôle légal affichent, en moyenne, une progression plus lente des ventes et des actifs que celle des deux autres groupes (voir l'appendice 4, figure A4-2).

Il importe de signaler qu'il s'agit de résultats partiels parce qu'ils ne tiennent pas compte de l'incidence de la taille et du groupe industriel ou des rapports entre les variables de régie d'entreprise et de prise de décision. Par conséquent, ces résultats ne donnent qu'un aperçu superficiel du rapport entre le rendement et le niveau de concentration de la propriété des entreprises[7].

Investisseurs institutionnels

Selon plusieurs observateurs, l'intervention des investisseurs institutionnels aux États-Unis (par exemple, CalPERS, le régime de rentes de retraite des fonctionnaires de la Californie, les Corporate Partners, les Allied Investment Partners, etc.) a une incidence positive importante sur le rendement des entreprises parce que ces investisseurs bien renseignés peuvent évaluer les activités et les stratégies des gestionnaires des entreprises de façon objective et exercer ainsi des pressions sur le conseil d'administration pour effectuer des changements et maintenir une gestion dynamique en utilisant leur droit de vote et des moyens de vendre leurs idées. De plus, les investisseurs institutionnels peuvent jouer un rôle plus actif dans la gestion de l'entreprise en obtenant un siège au conseil d'administration.

Toutefois, les contraintes juridiques, fiscales et réglementaires peuvent restreindre sérieusement l'efficacité des investisseurs institutionnels (voir Jensen, 1993). En outre, des investisseurs institutionnels, comme des caisses de retraite, peuvent être peu enclins à prendre des risques et à intervenir afin d'améliorer le rendement de l'entreprise. Néanmoins, le coût d'une course aux procurations est passé de 1 million de dollars US à moins de 5 000 $ US[8] (voir *The Economist*, 1994), ce qui a pour effet de réduire au minimum les contraintes sur l'intervention des investisseurs institutionnels.

Propriété par des initiés

Un niveau élevé d'actions détenues par des gestionnaires et des administrateurs pourrait fort bien avoir pour effet d'harmoniser leurs intérêts à ceux des actionnaires. Les gestionnaires et les administrateurs, dont la rémunération et la richesse personnelle sont étroitement liées au rendement de l'entreprise, ont tendance à privilégier le rendement de la société sur tout autre objectif. Mais, à mesure que le niveau de propriété des initiés augmente, la haute direction pourrait devenir plus difficile à déloger et négliger d'agir dans l'intérêt des autres actionnaires. Il s'ensuit que le rapport entre la propriété par des initiés et le rendement de l'entreprise est obscurci par l'interaction de ces deux effets.

très bien servir de fondement à une comparaison des contextes canadiens et américains.

Parmi les caractéristiques structurelles du conseil d'administration et de la gestion d'une société figurent la taille du conseil d'administration (Jensen, 1993 et Friedlander, 1992), la taille de l'effectif des cadres supérieurs (Friedlander, 1992), le ratio des administrateurs internes ou des initiés (Jensen, 1993 et Friedlaender, 1992), le ratio des administrateurs étrangers, le fait que le PDG fasse aussi partie du conseil d'administration (Jensen, 1993) et le niveau de propriété par des initiés (Jensen, 1993).

Les pratiques propres au conseil d'administration et à la gestion des sociétés sont mesurées à l'aide de variables auxiliaires qui visent à tenir compte de la culture du conseil d'administration (Jensen, 1993), son expertise financière (Jensen, 1993), le niveau de responsabilité légale assumée par les administrateurs (Jensen, 1993), les caractéristiques personnelles (comme l'âge, le niveau de scolarité et l'expérience) des cadres supérieurs (Friedlander, 1992), l'âge et le cycle de vie de l'entreprise (Morck et Stangeland, 1994) et les rapports entre le PDG (comme les échanges de renseignements et la prise de décision) et les administrateurs internes (Baysinger et Hoskisson, 1990).

La structure de la propriété des sociétés est mesurée au moyen de variables comme le niveau de propriété ou d'intervention institutionnelle (Jensen, 1993), la proportion des actions détenues par les actionnaires les plus importants (Morck et Stangeland, 1994) et le degré de concentration de la propriété des sociétés (Morck et Stangeland, 1994).

Les pratiques qui se rattachent à la structure de propriété des sociétés comprennent l'incidence des divers types de droits de vote (Morck et Stangeland, 1994) et le rôle du fondateur ou de l'héritier sur le plan de la propriété de l'entreprise (Morck et Stangeland, 1994).

Comme il s'est révélé très difficile d'obtenir des données quantitatives fiables pour les variables de pratiques de régie interne, notre étude porte uniquement sur les variables de structures d'entreprise suivantes :

- Concentration des actions avec droit de vote et contrôle de la propriété
- Niveau de propriété par des initiés
- Propriété institutionnelle
- Nombre d'administrateurs et de cadres supérieurs
- Ratio des administrateurs internes
- Ratio des administrateurs étrangers
- PDG au conseil et président du conseil

Concentration des actions avec droit de vote et contrôle de la propriété

La concentration de la propriété des entreprises, la proportion des actions avec droit de vote détenue par des actionnaires importants et le nombre

et améliore la coopération et la coordination entre ces deux instances. Mais on ne sait pas si les avantages d'une autonomie des deux fonctions l'emporte sur ses inconvénients.

Taille du conseil

Les auteurs du rapport de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise (1994) et Jensen (1993) se sont intéressés au débat portant sur la taille du conseil et l'incidence sur l'efficacité de son fonctionnement. Des conseils composés d'un grand nombre d'administrateurs réunissent une diversité de points de vue et d'expérience, permettent d'élargir sa représentation géographique et offrent un important réservoir de ressources au sein duquel on peut puiser pour former des comités du conseil chargés de résoudre des problèmes complexes. Mais, lorsque le nombre de membres du conseil dépasse un certain seuil, les échanges de renseignements et le processus de prise de décision peuvent devenir plus difficiles et plus lourds; les administrateurs peuvent alors perdre de vue leur sens des responsabilités et leur obligation de rendre compte. De nouveau, il est difficile de déterminer si la taille du conseil d'administration a une incidence positive ou négative sur les variables de prise de décision et de rendement.

Résumé

En somme, il est difficile a priori d'évaluer le rapport entre les variables de régie d'entreprise, de prise de décision et de rendement. C'est sur cette toile de fond que nous abordons dans la section suivante l'analyse des résultats de régression.

Résultats empiriques

Nous présentons d'abord dans cette section une analyse du degré de corrélation empirique entre les variables de structures de régie d'entreprise et de prise de décision, après avoir neutralisé pour les effets de taille et de groupe industriel. Nous examinons ensuite le degré de corrélation entre les variables de structures de régie et de rendement des entreprises en analysant le rôle des structures de régie et de prise de décision sur le rendement de l'entreprise, y compris l'incidence de la taille et du groupe industriel. Enfin, nous analysons les effets directs et indirects des structures de régie sur le rendement de l'entreprise par l'intermédiaire de son incidence sur les variables de prise de décision[9].

Régie d'entreprise et prise de décision

Aux tableaux 3 et 4 figurent les résultats des régressions canadiennes et américaines du modèle 1 de la figure 8, que nous avons décrit dans la section

précédente. La valeur du test F fait état d'une corrélation significative entre les variables de régie interne, de taille et de groupe industriel au Canada et aux États-Unis. Toutefois, les résultats des régressions pour les États-Unis sont beaucoup plus significatifs que ceux des régressions pour le Canada.

Le ratio de l'endettement aux actifs (un indicateur de l'endettement ou du degré de risque de l'entreprise) affiche une corrélation négative significative avec la propriété institutionnelle et la propriété par des initiés, et une corrélation positive avec le niveau de concentration de la propriété. De plus, les sociétés de la taille la moins élevée ont des ratios d'endettement aux actifs moins élevés que ceux des entreprises de la dimension la plus élevée.

Les résultats des régressions du ratio de l'endettement aux actifs pour le Canada sont sensiblement plus faibles que ceux obtenus pour les États-Unis.

TABLEAU 3

RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS SUR LA RÉGIE D'ENTREPRISE ET LA PRISE DE DÉCISION DES SOCIÉTÉS CANADIENNES

CANADA	ENDETTEMENT	ACTIFS	R-D	VENTES À L'ÉTRANGER
	ACTIFS	EMPLOYÉ	VENTES	VENTES TOTALES[1]
(Constante)	0,3293[a]	–3 360 297[a]	0,3156[c]	0,0843
Taille du conseil	–0,0100[a]	101 307[a]	–0,0195[b]	–0,0021
PDG et président	0,0494	–75 628	–0,0349	0,2095[a]
PDG et président, n.d.	–0,0052	–149 821	–0,0456	0,1568[a]
Ratio des administrateurs étrangers	–0,0488	404 900	–0,1678	0,4290[a]
Ratio des administrateurs internes	–0,0685	–1 428 028[c]	–0,0451	0,0082
Propriété par des initiés	0,0000	15 161[c]	0,0008	–0,0007
Propriété institutionnelle	–0,0002	32 952[a]	–0,0002	–0,0009[c]
À propriété dispersée	–0,0272	967 610[c]	–0,0026	–0,0419
Contrôle effectif	0,0298	405 216	–0,0188	–0,0234
F	4,2963	10,1254	1,0894	3,6924
r^2	0,1603	0,2862	0,2664	0,1485
n	566	631	89	533

a = 1 p. 100 b = 5 p. 100 c = 10 p. 100 Signification du test t

NOTA : Ce tableau résume les résultats des régressions canadiennes qui sont illustrées dans le modèle 1 de la figure 8. Chaque colonne représente l'une des équations décrites dans l'ensemble 1 d'équations de régression. Le contenu de chacune des cases indique la valeur du coefficient et son niveau de signification dans l'équation de régression. Les variables auxiliaires du groupe industriel et de la taille, décrites dans le tableau 2, furent incluses dans les régressions en tant que variables de contrôle mais elles ne sont pas présentées dans le présent tableau sommaire.

[1] Le ratio des ventes à l'étranger aux ventes totales – un indicateur de l'ouverture de l'entreprise sur l'extérieur – fut choisi pour le présent tableau. Les résultats des régressions pour les deux autres mesures de l'ouverture sur l'extérieur – le ratio des actifs étrangers au total des actifs et la présence de ventes à l'étranger ou d'actifs étrangers – donnent des résultats très similaires.

TABLEAU 4

RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS SUR LA RÉGIE D'ENTREPRISE ET LA PRISE DE DÉCISION DES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES

ÉTATS-UNIS	ENDETTEMENT	ACTIFS	R-D	VENTES À L'ÉTRANGER
	ACTIFS	EMPLOYÉ	VENTES	VENTES TOTALES[1]
(Constante)	0,2985[a]	427 934[a]	0,4813[a]	0,1418[a]
Taille du conseil	–0,0003	–4 628	–0,0011	0,0004
PDG et président	0,0147[c]	–8 903	0,0085	–0,0152[c]
Ratio des administrateurs internes	–0,0129	–80 081	–0,0703	–0,0168
Propriété par des initiés	–0,0005[b]	–1 402	–0,0001	–0,0002
Propriété institutionnelle	–0,0006[a]	1 475	–0,0006	0,0003
À propriété dispersée	–0,0507[a]	–57 818	0,0056	0,0019
Contrôle effectif	–0,0279[b]	–35 763	0,0162	0,0063
F	17,5080	72,6868	3,3642	23,3684
r^2	0,2221	0,3541	0,0921	0,2544
n	1 372	2 940	753	1 530

a = 1 p. 100 b = 5 p. 100 c = 10 p. 100 Signification du test *t*

NOTA : Ce tableau résume les résultats des régressions américaines qui sont illustrées dans le modèle 1 de la figure 8. Chaque colonne représente l'une des équations décrites dans l'ensemble 1 d'équations de régression. Le contenu de chacune des cases indique la valeur du coefficient et son niveau de signification dans l'équation de régression. Les variables auxiliaires du groupe industriel et de la taille, décrites dans le tableau 2, furent incluses dans les régressions en tant que variables de contrôle mais elles ne sont pas présentées dans le présent tableau sommaire.

[1] Le ratio des ventes à l'étranger aux ventes totales – un indicateur de l'ouverture de l'entreprise sur l'extérieur – fut choisi pour le présent tableau. Les résultats des régressions pour les deux autres mesures de l'ouverture sur l'extérieur – le ratio des actifs étrangers au total des actifs et la présence de ventes à l'étranger ou d'actifs étrangers – donnent des résultats très similaires.

L'endettement des sociétés au Canada affiche une corrélation significative avec une seule variable de régie d'entreprise. Le ratio de l'endettement aux actifs et la taille du conseil d'administration sont négativement corrélés. Les entreprises dans les trois tranches de taille les plus faibles ont un niveau d'endettement considérablement moins élevé que les sociétés dans la tranche la plus élevée.

Contrairement aux résultats du ratio de l'endettement aux actifs, les variables de régie d'entreprise ont une plus forte influence sur l'intensité en capital au Canada qu'aux États-Unis. Au Canada, la taille du conseil d'administration, la propriété institutionnelle et la propriété par des initiés sont corrélées positivement avec l'intensité en capital. Par contre, le niveau de concentration de la propriété des sociétés et le ratio des administrateurs internes affichent une faible corrélation négative avec le ratio capital-travail. Les entreprises dans les trois tranches de taille les moins élevées ont une intensité en capital plus élevée que les entreprises dans la classe la plus élevée.

Aucune des variables de régie d'entreprise n'a une corrélation significative avec l'intensité en capital dans l'échantillon américain. De plus, contrairement

à ce qu'on peut observer au Canada, les entreprises américaines dans les deux tranches de taille les moins élevées ont une intensité en capital légèrement plus faible que les sociétés dans la classe la plus élevée. Par ailleurs, le ratio capital-travail est fortement corrélé avec les caractéristiques industrielles dans l'échantillon américain.

L'intensité en R-D, mesurée à l'aide du ratio de la R-D aux ventes, n'est pas corrélée significativement avec aucune des variables de structures de régie d'entreprise dans l'échantillon américain. L'intensité en R-D des entreprises dont les ventes se chiffrent entre 1 et 2 milliards de dollars US est significativement plus forte que celle des entreprises dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US.

Dans l'échantillon canadien, seule la taille du conseil d'administration affiche une corrélation négative et significative avec le ratio de la R-D aux ventes. Il y a un faible rapport positif entre l'intensité en R-D et la dimension de l'entreprise.

Aux États-Unis, les sociétés dont le PDG cumule les fonctions de président du conseil sont considérablement moins ouvertes sur l'extérieur, comme l'indique le ratio des ventes à l'étranger aux ventes totales, que celles dont le PDG ne cumule pas les deux postes. Il n'est pas étonnant de constater que les entreprises dans les cinq tranches de taille les moins élevées ont un degré d'ouverture sur l'extérieur moins prononcé que celui des sociétés de la taille la plus élevée.

Au Canada, l'ouverture sur l'extérieur est fortement corrélée positivement avec les sociétés dont le PDG est aussi président du conseil d'administration. Comme on pouvait s'y attendre, on observe aussi une forte corrélation positive entre le ratio des administrateurs étrangers et le degré d'ouverture sur l'extérieur des entreprises. L'ouverture sur l'étranger des sociétés canadiennes de taille moyenne n'est pas significativement différente de celle des entreprises de la taille la plus élevée. Toutefois, les sociétés de la tranche de taille la plus faible (ventes de moins de 50 millions de dollars US) ont un degré d'ouverture sur l'extérieur beaucoup moins prononcé que celui des entreprises de la taille la plus élevée.

La propriété institutionnelle semble avoir une influence beaucoup plus positive sur la prise de décision aux États-Unis qu'au Canada. Par ailleurs, le rapport entre le ratio des administrateurs internes et les variables de prise de décision est semblable dans les deux pays. Toutes autres choses étant égales par ailleurs, les sociétés ayant un ratio d'administrateurs internes plus élevé semblent avoir un niveau d'endettement plus faible, une intensité en capital moins prononcée, une intensité en R-D plus faible et une ouverture sur l'extérieur moins élevée.

Les sociétés américaines qui ont des niveaux élevés de propriété interne ont tendance à afficher un faible niveau d'endettement. La propriété interne dans les entreprises canadiennes a une corrélation positive et significative avec l'intensité en capital. Dans les sociétés américaines, le niveau d'endettement

augmente en fonction du degré de concentration de la propriété. En d'autres termes, les entreprises qui font l'objet d'un contrôle légal tendent à avoir des ratios d'endettement aux actifs plus élevés que ceux des sociétés qui possèdent un grand nombre d'actionnaires et sont l'objet d'un contrôle effectif. Au Canada, l'intensité en capital des entreprises à propriété dispersée est légèrement plus élevée que celle des sociétés qui font l'objet d'un contrôle légal.

Dans les deux pays, le fait qu'un PDG cumule les fonctions de président du conseil est corrélé avec des niveaux élevés d'endettement. Au Canada, l'ouverture sur l'extérieur des sociétés dont le PDG est aussi président du conseil a tendance à être plus élevée que celle des entreprises dont les deux postes sont autonomes.

Les rapports entre la taille du conseil d'administration et les variables de décision sont plus étroits au Canada qu'ils ne le sont aux États-Unis. Au Canada, la taille du conseil d'administration est corrélée négativement avec le niveau d'endettement et l'intensité en R-D. La taille du conseil au Canada est corrélée positivement avec l'intensité en capital de l'entreprise.

Tant au Canada qu'aux États-Unis, les sociétés comprises dans les deux tranches de taille inférieures ont un endettement moins élevé et une ouverture sur l'extérieur moins prononcée que celles de la taille la plus élevée. Toutefois, les entreprises plus petites au Canada ont tendance à avoir une intensité en capital plus forte que celle des sociétés de dimension plus élevée.

Rendement des sociétés et structures de régie d'entreprise

Aux tableaux 5 et 6 figurent les résultats pour le Canada et les États-Unis des régressions contenant les variables de rendement des sociétés illustrées à la figure 9. La valeur du test F donne à penser que les équations expliquent assez bien les variations entre les entreprises des variables de rendement des sociétés. Mais, à l'instar des équations des variables de prise de décision des sociétés, les résultats canadiens ne sont pas aussi robustes que ceux obtenus pour les États-Unis.

Rentabilité

Dans l'échantillon américain, tant le rendement sur le capital-actions que le rendement sur les actifs sont corrélés de façon positive et significative avec la propriété institutionnelle, la propriété par des initiés et le ratio des administrateurs internes. Les sociétés à propriété dispersée et caractérisées par un contrôle effectif affichent des niveaux de rentabilité considérablement plus élevés que des entreprises faisant l'objet d'un contrôle légal. De même, la rentabilité des sociétés les plus importantes (ventes de plus de 2 milliards de dollars US) est de beaucoup supérieure à celle des entreprises dans les deux tranches de taille les moins élevées (ventes de moins de 100 millions de dollars US).

Dans le cas des sociétés canadiennes, seule une des variables de régie d'entreprise (ratio des administrateurs internes) est corrélée de façon positive et significative avec la rentabilité. À l'instar des résultats obtenus pour les États-Unis, la rentabilité des entreprises dans les deux tranches de taille les moins élevées est sensiblement inférieure à celle des sociétés dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US.

Croissance

La corrélation entre les deux indicateurs de croissance et les variables de régie interne pour les sociétés américaines se rapproche étroitement des résultats que nous avons obtenus pour les deux mesures de rentabilité décrites ci-dessus. La croissance des ventes et des actifs est corrélée de façon positive et significative avec la propriété institutionnelle, la propriété interne et le ratio des administrateurs internes. De même, la performance sur le plan de la croissance des sociétés dans les deux tranches de taille les moins élevées est sensiblement plus faible que celle des entreprises dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US. Toutefois, les niveaux de croissance atteints par les sociétés dont les ventes se situent entre 500 millions et 1 milliard de dollars US sont considérablement supérieurs à ceux des entreprises de la taille la plus élevée.

Dans l'échantillon canadien, la croissance des actifs est corrélée de manière positive et significative avec le fait que le PDG cumule les fonctions de président du conseil, le ratio des administrateurs étrangers, le ratio de propriété par des initiés et la taille du conseil d'administration. Toutefois la croissance des ventes affiche une faible corrélation positive uniquement avec la taille du conseil d'administration. Contrairement aux résultats obtenus pour les États-Unis, la performance sur le plan de la croissance des entreprises dont les ventes sont inférieures à 100 millions de dollars US est quelque peu supérieure à celle des sociétés dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US.

Productivité

La productivité tant du capital que de la main-d'œuvre des sociétés américaines est corrélée de façon positive et significative avec le ratio de propriété par des initiés. À l'instar de la rentabilité et de la croissance, les niveaux de productivité des entreprises dans les deux tranches de taille les moins élevées sont significativement plus faibles que ceux des sociétés les plus grandes. La productivité du capital et de la main-d'œuvre des entreprises canadiennes est corrélée de façon négative et significative avec la taille du conseil d'administration. Les niveaux de productivité des sociétés canadiennes dont les ventes sont inférieures à 100 millions de dollars US sont aussi significativement plus faibles que ceux des entreprises dont les ventes dépassent les 2 milliards de dollars US.

TABLEAU 5

RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS SUR LE RENDEMENT ET LA PRISE DE DÉCISION DES SOCIÉTÉS CANADIENNES

CANADA	RENDEMENT SUR LE CAPITAL-ACTIONS	RENDEMENT SUR L'AVOIR	CROISSANCE DES VENTES	CROISSANCE DE L'AVOIR	VENTES / EMPLOYÉ	VENTES / AVOIR	CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ DE LA MAIN-D'ŒUVRE	CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ DU CAPITAL	CROISSANCE DES GAINS PAR ACTION
(Constante)	0,1765[b]	0,0391	0,0419	–0,0733	1 077 695[a]	2,4883[a]	0,0680	0,1152[c]	0,9702
Actifs/employé	0,0000	0,0000	0,0000[b]	0,0000	1 077 695[a]	2,4883[a]	0,0680	0,1152[c]	0,9702
Endettement/actifs	–0,1997[a]	–0,0532[b]	–0,0234	–0,0485[c]	0[a]	0,0000[a]	0,0000[b]	0,0000	0,0000
Taille du conseil	–0,0040	0,0003	0,0005	0,0047[c]	139 295	–0,7129[a]	–0,0349	0,0250	–1,1762[b]
PDG et président	–0,0025	0,0108	0,0955[c]	0,1203[b]	20 842[a]	–0,0301[a]	0,0000	–0,0042[c]	–0,0380
PDG et président, n.d.	–0,0444	–0,0033	–0,0342	–0,0331	101 535	–0,2206	0,0669	–0,0247	0,0819
Ratio des administrateurs étrangers	0,0558	–0,0044	0,0733	0,2960[a]	–60 893	–0,0092	–0,0384	–0,0011	0,2190
Ratio des administrateurs internes	0,2112[a]	0,0691[b]	0,0422	0,1112[c]	440 007	–0,2477	0,0876	–0,2227[b]	0,9288
Propriété par des initiés	–0,0004	0,0002	–0,0003	–0,0004	8 906	0,1922	0,0232	–0,0690	0,4137
Propriété institutionnelle	–0,0001	0,0000	–0,0005	–0,0005	–672	0,0014	–0,0004	0,0001	0,0014
À propriété dispersée	–0,0045	–0,0050	–0,0018	0,0203	–211	0,0003	–0,0006	–0,0001	–0,0058
Contrôle effectif	0,0095	–0,0139	0,0069	0,0210	–13 106	–0,1585	–0,0209	–0,0221	–0,3349
F	2,3287	1,7335	2,5521	2,8663	–22 336	–0,0453	–0,0007	–0,0141	–0,2455
r^2	0,1219	0,0937	0,1307	0,1460	9,2013	13,4619	2,3230	1,2780	1,2529
n	463	463	463	463	463	463	463	463	463

a = 1 p. 100 b = 5 p. 100 c = 10 p. 100 Signification du test t

NOTA : Ce tableau résume les résultats des régressions canadiennes qui sont illustrées dans le modèle 2 de la figure 9. Chaque colonne représente l'une des équations décrites dans l'ensemble 2 d'équations de régression. Le contenu de chacune des cases indique la valeur du coefficient et son niveau de signification dans l'équation de régression. Les variables auxiliaires du groupe industriel et de la taille, décrites dans le tableau 2, furent incluses dans les régressions en tant que variables de contrôle mais elles ne sont pas présentées dans le présent tableau sommaire.

TABLEAU 6

RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS SUR LE RENDEMENT ET LA PRISE DE DÉCISION DES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES

	RENDEMENT SUR LE CAPITAL-ACTIONS	RENDEMENT SUR L'AVOIR	CROISSANCE DES VENTES	CROISSANCE DE L'AVOIR	VENTES / EMPLOYÉ	VENTES / AVOIR	CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ DE LA MAIN-D'ŒUVRE	CROISSANCE DE LA PRODUCTIVITÉ DU CAPITAL	CROISSANCE DES GAINS PAR ACTION
(Constante)	0,0187	0,0296[b]	0,0435	0,0743[b]	547 177[a]	2,1237[a]	0,1054[a]	–0,0307	–0,0657
Actifs/employé	0,0000[b]	0,0000[b]	0,0000[b]	0,0000	0[a]	0,0000[a]	0,0000[b]	0,0000	0,0000
Endettement/actifs	–0,1904[a]	–0,0500[a]	–0,0521[b]	–0,1541[a]	–69 544	–0,4930[a]	–0,0235	0,1020[a]	–0,1348
Taille du conseil	–0,0001	–0,0003	0,0001	0,0001	–947	–0,0042	–0,0005	0,0000	0,0068
PDG et président	–0,0011	–0,0014	–0,0060	0,0023	3 613	–0,0058	–0,0067	–0,0083	0,0128
Ratio des administrateurs interness	0,0975[a]	0,0263[b]	0,0500[b]	0,0487[b]	63 148	0,0784	–0,0173	0,0012	0,4879[a]
Propriété par des initiés	0,0008[a]	0,0002[b]	0,0004[b]	0,0005[b]	649[c]	0,0021[b]	0,0002	0,0000	0,0004
Propriété institutionnelle	0,0012[a]	0,0005[a]	0,0007[b]	0,0007[a]	176	–0,0016[c]	0,0001	0,0000	–0,0035[b]
À propriété dispersée	0,0427[a]	0,0111[b]	0,0110	0,0082	–26 840	–0,0591	–0,0076	0,0028	–0,0832
Contrôle effectif	0,0201	0,0036	0,0149	0,0051	–22 908	0,0740	–0,0072	0,0097	–0,2321[a]
F	10,4983	7,0906	4,3160	5,9267	28,4526	46,9150	1,6636	2,8886	2,2912
r^2	20,1591	0,1133	0,0722	0,0965	0,3389	0,4581	0,0291	0,0495	0,0397
n	1 357	1 357	1 357	1 357	1 357	1 357	1 357	1 357	1 357

a = 1 p. 100 b = 5 p. 100 c = 10 p. 100 Signification du test t

NOTA : Ce tableau résume les résultats des régressions américaines qui sont illustrées dans le modèle 2 de la figure 9. Chaque colonne représente l'une des équations décrites dans l'ensemble 2 d'équations de régression. Le contenu de chacune des cases indique la valeur du coefficient et son niveau de signification dans l'équation de régression. Les variables auxiliaires du groupe industriel et de la taille, décrites dans le tableau 2, furent incluses dans les régressions en tant que variables de contrôle mais elles ne sont pas présentées dans le présent tableau sommaire.

Rendement et prise de décision des entreprises

La rentabilité et les niveaux de croissance des sociétés américaines sont corrélés de façon négative et significative avec le degré d'endettement (voir les tableaux 5 et 6). Les indicateurs de rentabilité sont aussi corrélés négativement et significativement avec le niveau d'endettement au Canada, mais les ventes et la progression des actifs des entreprises canadiennes n'affichent qu'une faible corrélation avec l'endettement. Dans les échantillons tant américains que canadiens, l'endettement a un fort effet négatif sur la productivité du capital. Mais l'endettement n'a pas d'incidence importante sur la productivité de la main-d'œuvre dans les deux pays.

Le ratio capital-travail affiche une forte corrélation négative avec la rentabilité et la croissance dans les équations américaines. Toutefois, la rentabilité et la croissance des sociétés canadiennes sont faiblement corrélées négativement avec l'intensité en capital. Mais, comme on pouvait s'y attendre, la productivité de la main-d'œuvre dans les sociétés tant canadiennes qu'américaines est fortement corrélée positivement avec le ratio capital-travail.

Incidence totale des variables de régie interne sur le rendement des entreprises

Nous présenterons ci-apres un résumé de l'incidence directe et indirecte des variables de régie d'entreprise. Rappelons que par l'intermédiaire du modèle contenu dans la figure 8, nous avons examiné le rapport entre la prise de décision et les structures de régie d'entreprise, en neutralisant les effets de la taille et du groupe industriel. Rappelons aussi qu'à l'aide du modèle décrit dans la figure 9, nous avons analysé le rapport direct entre le rendement des sociétés et les structures de régie d'entreprise, en neutralisant les variables de taille, de groupe industriel et de prise de décision des sociétés. Les caractéristiques de ces deux modèles sont décrites dans les deux premières colonnes pour chacun des pays dans le tableau 7. La troisième colonne donne un aperçu des deux effets – directs et indirects – sur le rendement. Ces effets d'ensemble suivent de très près les résultats obtenus au moyen des équations de forme réduite[10].

Dans le tableau 7, la caractéristique inscrite dans chaque case correspond aux signes et aux niveaux de signification calculés pour la variable de régie d'entreprise (rangée). Par exemple, la corrélation entre prise de décision et propriété institutionnelle au Canada est qualifiée de « variable ». Ce qualificatif signifie que le nombre de fois que la variable de régie interne est corrélée de façon positive et significative avec les variables de prise de décision et/ou de rendement est égal au nombre de fois que la corrélation est négative et significative. On a pu constater que la variable de propriété institutionnelle était significativement corrélée tant négativement que positivement avec les variables de prise de décision dans l'ensemble des équations de régression du

TABLEAU 7

RÉSUMÉ DE L'ANALYSE DE RÉGRESSION

	CANADA			ÉTATS-UNIS		
	PRISE DE DÉCISION	RENDEMENT		PRISE DE DÉCISION	RENDEMENT	
	Indirect	Direct	Direct et indirect	Indirect	Direct	Direct et indirect
Propriété institutionnelle	variable	aucun effet	aucun effet	faiblement positif	fortement positif	fortement positif
Propriété par des initiés	faiblement positif	aucun effet	aucun effet	faiblement positif	fortement positif	fortement positif
Concentration de la propriété	aucun effet	aucun effet	aucun effet	faiblement négatif	négatif	faiblement négatif
Taille du conseil	positif	négatif	faiblement négatif	aucun effet	aucun effet	aucun effet
Ratio des administrateurs étrangers	faiblement positif	variable	faiblement positif	n.d.	n.d.	n.d.
Ratio des administrateurs internes	faiblement négatif	positif	positif	faiblement négatif	fortement positif	positif
PDG et président	faiblement	faiblement	faiblement	faiblement	aucun	aucun

modèle, c'est-à-dire qu'il y avait une corrélation positive et significative entre la propriété institutionnelle et le ratio capital-travail, et une corrélation négative et significative entre la propriété institutionnelle et l'ouverture sur l'extérieur. « Aucune incidence » signifie que la variable de régie d'entreprise n'affichait aucune corrélation significative de valeur positive ou négative dans les deux ensembles d'équations de régression. « Faiblement positive » ou « faiblement négative » indiquent que la variable de régie d'entreprise était significative dans les ensembles d'équations de régression. «Positive » ou « négative » et « fortement positive » ou « fortement négative » indiquent que la variable de régie d'entreprise était significative dans deux ou plus de deux des ensembles d'équations de régression, respectivement.

RÉSUMÉ

EN GÉNÉRAL, LE RENDEMENT DES SOCIÉTÉS AMÉRICAINES est corrélé positivement (tant directement qu'indirectement) avec la propriété institutionnelle, le ratio des administrateurs internes et la propriété par des initiés, et négativement avec la concentration de la propriété des sociétés. Les résultats pour le Canada ne sont pas aussi solides et robustes que ceux obtenus pour les États-Unis.

Le ratio des administrateurs internes et le ratio des directeurs étrangers semblent avoir une influence positive sur le rendement des entreprises canadiennes. De même, la taille du conseil d'administration semble exercer une influence positive (surtout de façon indirecte par l'intermédiaire de l'endettement et de la formation de capital) sur le rendement économique des entreprises canadiennes. La performance en matière de croissance des entreprises canadiennes est aussi corrélée de façon significative et positive avec le ratio des administrateurs étrangers. De plus, la performance sur le plan de la croissance des entreprises à l'intérieur desquelles le PDG cumule les fonctions de président du conseil est significativement supérieure à celle des sociétés où les deux postes ne sont pas détenus par la même personne.

En général, la performance économique (productivité, croissance et rentabilité) des entreprises tant canadiennes qu'américaines dont les ventes ne dépassent pas les 100 millions de dollars US est considérablement inférieure à celle des entreprises dont les ventes sont supérieures à 2 milliards de dollars US.

CONCLUSIONS

NOTRE ÉTUDE AVAIT POUR OBJECTIF PRINCIPAL d'examiner les structures de régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis, et de présenter une analyse empirique du degré de corrélation entre des variables de régie d'entreprise, de prise de décision et de rendement des sociétés dans les deux pays. À cette fin, nous avons créé, à partir de trois sources majeures de données sur les sociétés, une importante base de données contenant des variables de régie interne, de prise de décision et de rendement pour 3 000 entreprises américaines et 766 sociétés canadiennes. Voici certaines des conclusions importantes de notre étude.

- La majorité des entreprises canadiennes dans toutes les catégories de dimension et dans la plupart des groupes industriels sont l'objet d'un contrôle légal (un seul ou un petit groupe d'actionnaires détiennent, directement ou indirectement, plus de 50 p. 100 des actions avec droit de vote). En moyenne, 55 p. 100 des entreprises canadiennes font l'objet d'un contrôle légal, comparativement à moins de 25 p. 100 des sociétés américaines.

- Les divergences au niveau de la structure de propriété des sociétés canadiennes et américaines sont plus prononcées dans le cas des très grandes entreprises.

- Dans l'échantillon canadien, plus de 20 p. 100 des actions des sociétés sont détenues, en moyenne, par des initiés (adminis-

trateurs ou cadres de l'entreprise), comparativement à moins de 10 p. 100 aux États-Unis.

- Par ailleurs, on observe, en moyenne, un niveau de propriété institutionnelle (proportion des actions détenues par des investisseurs institutionnels) des entreprises beaucoup plus élevé aux États-Unis qu'au Canada (53,3 p. 100 comparativement à 38,2 p. 100).

- Dans les deux échantillons, le nombre d'administrateurs et de cadres supérieurs augmente en fonction de la dimension de l'entreprise (mesurée d'après les ventes totales).

- En moyenne, le ratio des administrateurs internes (le rapport entre le nombre d'administrateurs qui sont aussi des cadres de l'entreprise et le nombre total d'administrateurs) dans l'échantillon canadien (20 p. 100) est inférieur au ratio de l'échantillon américain (22 p. 100).

- Le ratio des administrateurs étrangers s'établit en moyenne à 15 p. 100 pour les entreprises canadiennes.

- En moyenne, seules 34,5 p. 100 des sociétés canadiennes ont un PDG qui cumule les fonctions de président du conseil, comparativement à plus de 60 p. 100 dans le cas des entreprises américaines.

- La rentabilité, la productivité et la performance en matière de croissance des sociétés américaines affichent une corrélation positive et significative (tant directement qu'indirectement) avec la propriété institutionnelle, le ratio de propriété par des initiés et le ratio des administrateurs internes.

- La performance économique des entreprises américaines à propriété dispersée et faisant l'objet d'un contrôle effectif est significativement supérieure à celle des sociétés caractérisées par un contrôle légal.

- Au Canada, le ratio des administrateurs internes a une incidence positive sur le rendement des sociétés.

- On observe une corrélation positive entre la performance des entreprises canadiennes sur le plan de la croissance (notamment l'augmentation des actifs) et le ratio des administrateurs étrangers.

- La taille du conseil d'administration et le fait que le PDG cumule les fonctions de président du conseil ne semblent pas avoir beaucoup d'influence sur le rendement des entreprises dans les deux pays.

En somme, nos résultats indiquent que les variables de structure de régie ne sont pas fortement corrélées avec les variables de prise de décision et de rendement des sociétés. Toutefois, les variables de régie interne par le biais de leur rapport avec la propriété des sociétés – propriété institutionnelle, propriété par des initiés et concentration de la propriété – sont fortement corrélées avec les variables de rendement aux États-Unis.

Ces résultats mettent en relief la nécessité d'employer des méthodes d'intervention différentes dans les deux pays. Aux États-Unis, des mesures des gouvernements et des sociétés visant à améliorer les interventions institutionnelles, à augmenter la propriété par des initiés et à réduire la concentration de la propriété aurait pour effet d'améliorer le rendement des entreprises. Par contre, l'amélioration du rendement des sociétés au Canada aurait plus de chance de succès si les gouvernements et les sociétés déployaient des efforts en vue d'améliorer les *pratiques* de régie interne des sociétés, comme la réduction du retranchement des cadres supérieurs et du recours au droit de vote différentiel, l'adoption de dispositions applicables aux actionnaires minoritaires, la mise en application parmi les administrateurs de l'obligation de rendre des comptes et l'amélioration des techniques de divulgation.

Des efforts visant à développer des données sur les pratiques de régie d'entreprise contribueraient à rendre plus manifeste le rôle important que les mesures de régie interne remplissent pour assurer l'adaptabilité, la souplesse et le dynamisme des entreprises. Des travaux futurs d'Industrie Canada dans ce domaine pourraient mettre l'accent sur des objectifs de ce genre.

NOTES

1 Comité sur la régie d'entreprise au Canada de la Bourse de Toronto, « "Where Were the Directors?" Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada », ébauche de rapport, mai 1994.

2 Dans la présente étude, nous utilisons des indicateurs de rendement de l'entreprise fondés sur des données comptables et non sur des données du marché. Des mesures de rendement fondées sur des données du marché sont à la fois faciles à calculer et fiables. Mais elles ne peuvent pas être utilisées pour évaluer la prise de décision et le rendement d'une entreprise en termes absolus mais seulement par rapport aux attentes de marché de

l'entreprise. Le rendement attendu d'une entreprise bien gérée se reflétera dans le prix courant de ses actions et seuls des écarts inattendus influeront sur l'évolution future du prix de l'action.

3 Les résumés sur le contexte de la régie d'entreprise au Canada et aux États-Unis sont tirés du document de l'OCDE, *Framework Conditions for Industry Draft Agenda*, 1994.

4 La définition des administrateurs internes utilisée dans la présente étude est différente de celle retenue par Amoako-Adu et Smith (1995). Leur définition comprend aussi les administrateurs provenant du personnel de sociétés mères, de filiales et d'entreprises affiliées. Par conséquent, notre évaluation du ratio des administrateurs internes comporte un biais à la baisse, si on la compare aux estimations préparées par Amoako-Adu et Smith (1995). Toutefois, il est difficile de déterminer objectivement entre les deux mesures celle qui reflète le mieux l'indépendance des administrateurs.

5 Dans la *Loi sur les sociétés par actions*, on utilise le pays de citoyenneté pour établir une distinction entre les administrateurs nationaux et étrangers. Étant donné que les sources de données de Compact Disclosure utilisées dans la présente étude ne comprennent pas de renseignement sur la citoyenneté, nous avons utilisé le *pays de résidence* aux fins du calcul du ratio des administrateurs étrangers.

6 La concentration du pouvoir économique dans les entreprises canadiennes et américaines devrait aussi tenir compte du retranchement des cadres supérieurs des sociétés. À l'instar de la concentration, toutefois, le retranchement des cadres supérieurs est considérablement plus élevé au Canada et ce, pour plusieurs raisons : l'absence de recours collectif par les actionnaires dans le système judiciaire canadien; la difficulté de faire échec aux pilules empoisonnées et aux autres moyens de défense contre les prises de contrôle au Canada; et les diverses dispositions en matière d'acquisition de sociétés au Canada qui, tout en étant avantageuses pour les petits actionnaires, rendent le transfert du contrôle des sociétés beaucoup plus onéreux. L'utilisation répandue au Canada de classes d'actions multiples contribue aussi à accentuer le retranchement des cadres supérieurs canadiens.

7 Nous présentons un peu plus loin dans la présente section une analyse du rapport entre le rendement des entreprises et la concentration de la propriété, en tenant compte de la taille, du groupe industriel, des structures de régie interne et des variables de prise de décision de l'entreprise.

8 Patricia Lipton, responsable du système de retraite de l'État du Wisconsin.

9 Dans la section de l'étude traitant du cadre analytique, nous supposons que les rapports entre les variables de régie d'entreprise, de prise de décision et de rendement sont *linéaires*. Toutefois, nous avons vérifié la présence de rapports *non linéaires* entre les variables, mais nous n'avons pas inclus les résultats. En général, les résultats des régressions non linéaires se rapprochent étroitement de ceux du modèle linéaire. Néanmoins, nous

avons constaté que les variables de taux de rendement et de performance sur le plan de la croissance étaient reliées quelque peu de façon non linéaire au rapport des administrateurs internes.

10 Les équations de forme réduite sont utilisées pour calculer des régressions entre uniquement des variables de performance et des variables de régie interne, de secteur industriel et de taille. Toutefois, un tableau résumant les résultats des équations de forme réduite, qui serait semblable aux tableaux 5 et 6, n'est pas inclus dans notre étude.

APPENDICE 1

SOURCES ET CARACTÉRISTIQUES DE LA BASE DE DONNÉES

LE PRÉSENT APPENDICE contient une brève description des sources de données, du regroupement des données et des caractéristiques des entreprises comprises dans les échantillons des deux pays.

SOURCES DES MICRO-DONNÉES

TROIS SOURCES PRINCIPALES DE DONNÉES FINANCIÈRES SUR LES SOCIÉTÉS furent utilisées pour mettre au point la base de données de notre étude : Compact Disclosure Canada, Compact Disclosure SEC et Compact Disclosure Worldscope. Disclosure Incorporated nous a fourni les trois bases de données en format CD-ROM[1]. Au besoin, des données supplémentaires furent extraites de la base de données sur les sociétés internationales qu'offrent les services aux investisseurs de la société Moody's.

La base de données de Compact Disclosure Canada comprend des renseignements sur 8 500 compagnies canadiennes publiques et privées et sur des sociétés d'État. Les entreprises comprises dans la base de données sont des sociétés constituées au Canada, en vertu des lois fédérales ou de celles de l'une des provinces ou des territoires, dont les actions sont négociées sur le parquet de l'une des bourses canadiennes. Les dossiers des sociétés comprennent des données sur leurs états financiers annuels, des précisions sur leurs états financiers provisoires, des données sur leurs émissions de titres, des indicateurs de leur situation juridique et corporative, et des données textuelles.

La base de données Compact Disclosure SEC contient des renseignements sur plus de 12 000 entreprises publiques qui doivent transmettre des rapports à la U.S. Securities and Exchange Commission. Les données sur les entreprises sont tirées des déclarations 10K et 20K soumises par les entreprises.

La base de données Compact Disclosure Worldscope comprend les inscriptions de plus de 11 000 entreprises publiques réparties dans 40 pays. Les données sur les sociétés sont tirées des rapports annuels ou périodiques qui sont soumis à chacune des commissions nationales des valeurs mobilières.

Nous avons établi deux critères pour choisir les entreprises qui font partie de la base de données de notre étude. Premièrement, seules les entreprises qui ont divulgué un ensemble complet de données sur les variables de régie d'entreprise furent retenues. Deuxièmement, seules des entreprises dont la valeur des ventes et des actifs dépassait les 10 millions de dollars US furent choisies. La base de données finale comprend 766 entreprises canadiennes et 3 000 entreprises américaines.

Les échantillons des deux pays s'appliquent à décembre 1993 ou à la date de dépôts de rapports la plus récente. Toutefois, les données relatives tant au

niveau qu'aux valeurs de croissance des variables de prise de décision et de rendement des entreprises sont fondées sur des moyennes de cinq ans calculées sur la période comprise entre 1988 et 1993[2].

Chacune des entreprises de l'échantillon fut classifiée selon la taille et le groupe industriel principal auxquels elle appartient. La taille de l'entreprise est mesurée en fonction de la valeur monétaire de ses ventes. Le groupe industriel principal d'une entreprise est déterminé en fonction de son activité commerciale primaire. Les données sur les sociétés individuelles furent intégrées à la classification selon la taille ou aux groupes industriels en se servant de la technique des moyennes pondérées, ce qui permet de tenir compte de l'importance relative des entreprises à l'intérieur des regroupements en fonction de la taille et des principaux secteurs industriels[3].

CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES DE L'ÉCHANTILLON

Répartition selon la taille

La taille des entreprises dans notre étude varie d'un minimum de 10 millions de dollars US de ventes et d'actifs à un maximum de 138 milliards de dollars US de ventes et de 219 milliards de dollars US d'actifs dans l'échantillon américain, et à un maximum de 16,5 milliards de dollars US de ventes et de 102 milliards de dollars US d'actifs dans l'échantillon canadien. Le total des ventes et des actifs des entreprises canadiennes s'établit à 397 milliards et 1,2 billions de dollars US, respectivement, tandis que l'ensemble des ventes et des actifs des sociétés américaines atteint 3,6 et 7,0 billions de dollars US, respectivement.

Afin d'analyser les divergences au niveau des structures de régie interne entre des sociétés de taille différente, nous avons regroupé les entreprises canadiennes et américaines en six catégories fondées sur l'importance de la valeur monétaire de leurs ventes totales. Le tableau ci-dessous fait état des tranches utilisées dans notre étude pour classifier les entreprises selon leur taille.

TABLEAU A1-1

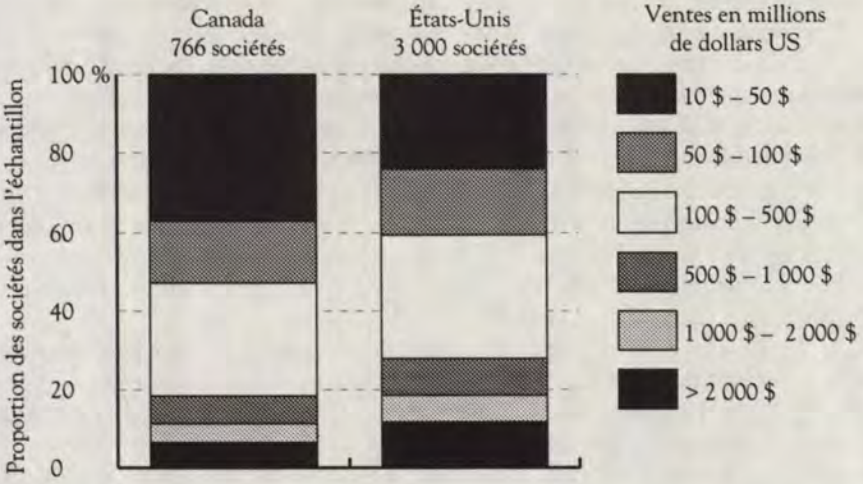
CATÉGORIES UTILISÉES POUR CLASSIFIER LES ENTREPRISES SELON LE NIVEAU DES VENTES

CATÉGORIES	CRITÈRE DES VENTES (en millions de $ US)
1	10 à 50
2	50 à 100
3	100 à 500
4	500 à 1,000
5	1 000 à 2 000
6	> 2 000

Les catégories utilisées pour regrouper les entreprises selon leur taille furent choisies de façon quelque peu arbitraire, mais elles semblent capter adéquatement les différences au niveau des variables de régie interne selon le niveau des ventes. En général, les entreprises de plus petite taille occupent une position prédominante dans l'échantillon canadien par rapport à ce qu'on peut observer dans l'échantillon américain. Plus de 80 p. 100 des entreprises canadiennes ont des chiffres de ventes inférieurs à 500 millions de dollars US, tandis qu'un peu plus de 70 p. 100 des sociétés américaines font partie de la même catégorie. Par ailleurs, l'échantillon américain contient une proportion importante d'entreprises de très grande taille; en effet, près de 19 p. 100 des sociétés américaines ont des ventes de plus de 1 milliards de dollars US, comparativement à seulement 11 p. 100 environ des entreprises canadiennes (voir figure A1-1). Toutefois, le niveau moyen des ventes et des actifs des entreprises canadiennes dont les ventes sont inférieures à 2 milliards de dollars US se compare très favorablement à celui de leurs homologues américaines (voir le tableau A3-1).

FIGURE A1-1

RÉPARTITION DE L'ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES CANADIENNES ET AMÉRICAINES SELON LA TAILLE



SOURCE : D'après des données du tableau A3-1.

La caractéristique la plus marquante des entreprises de l'échantillon tient au fait que, même si les grandes sociétés (ventes de plus de 1 milliard de dollars US) interviennent pour une faible proportion (moins de 20 p. 100) du nombre total d'entreprises, leur apport aux ventes et aux actifs dépasse les 70 p. 100 dans les deux échantillons (voir le tableau A3-2).

Répartition selon le groupe industriel

Afin d'isoler les différences qui existent au niveau des structures et des pratiques de régie d'entreprise entre les activités industrielles, nous avons regroupé les 3 766 sociétés en fonction de catégories industrielles à trois chiffres en se fondant sur leur code de classification type des industries de 1986 aux États-Unis, tel que déterminé par l'activité commerciale principale des entreprises. Ces industries furent ensuite regroupées en 11 groupes industriels majeurs[4]. Le tableau A1-2 donne un aperçu des principaux groupes industriels que nous avons utilisés dans l'étude.

Le tableau A3-3 donne un aperçu de la valeur moyenne des ventes et des actifs des entreprises dans les 11 industries principales. Contrairement à ce qu'indique la classification selon la taille des sociétés, le niveau moyen des ventes des entreprises américaines tend à être au moins deux fois plus élevé que celui de leurs homologues canadiennes dans tous les principaux groupes industriels, sauf dans l'industrie de l'agriculture, des forêts et de la pêche et dans celle des finances, de l'assurance et de l'immobilier. Les ratios plus élevés des ventes moyennes aux actifs moyens des sociétés américaines indiquent qu'en moyenne, la productivité du capital des entreprises américaines est considérablement plus élevée que celle des sociétés canadiennes[5].

Plus des trois quarts des entreprises canadiennes se retrouvent dans cinq industries majeures : finances, assurance et immobilier; mines; fabrication à forte intensité de ressources; fabrication à haute technicité; ainsi que transports et services publics. De plus, ces cinq industries majeures interviennent pour 85 p. 100 des ventes totales et plus de 95 p. 100 du total des actifs compris dans l'échantillon canadien (voir le tableau A3-4). L'industrie des finances, de l'assurance et de l'immobilier représente à elle seule près du quart des sociétés canadiennes et intervient pour près des trois quarts du total des actifs compris dans l'échantillon canadien.

L'industrie des finances, de l'assurance et de l'immobilier joue aussi un rôle important dans l'échantillon américain puisqu'elle intervient pour un peu plus de 20 p. 100 du nombre de sociétés et légèrement plus de la moitié de l'ensemble des actifs. Les industries de la fabrication à haute technicité et des services sont mieux représentées dans l'échantillon américain, tandis que l'industrie minière intervient pour une proportion plus élevée des sociétés, des ventes et des actifs dans l'échantillon canadien (voir la figure A1-2).

La technique de choix de l'échantillon ne semble pas avoir introduit de biais systématique en faveur de l'une ou l'autre des industries majeures dans les

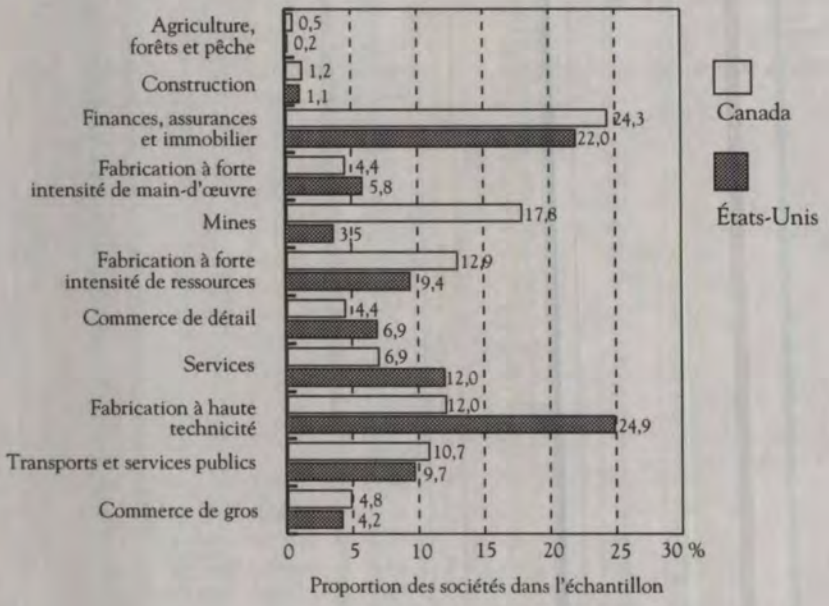
TABLEAU A1-2

COMPOSANTES DES PRINCIPAUX GROUPES INDUSTRIELS

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	INDUSTRIE
Agriculture, forêts et pêche	
Construction	
Finances, assurance et immobilier	Institutions de dépôts
	Institutions n'acceptant pas de dépôts
	Courtiers en valeurs mobilières
	Assurance
	Autres services financiers
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	Vêtement
	Meubles et articles d'ameublement
	Cuir et produits du cuir
	Biens manufacturés divers
	Impression et édition
	Textiles
Mines	
Fabrication à forte intensité de ressources	Métaux ouvrés
	Aliments
	Bois et produits du bois
	Minéraux non métalliques
	Papier et produits connexes
	Produits raffinés du pétrole
	Métaux primaires
	Tabac
Commerce de détail	
Services	Services commerciaux
	Services de soins de santé
	Autres services
Fabrication à haute technicité	Aéronefs et pièces d'aéronefs
	Produits chimiques et produits connexes
	Matériel de communications
	Ordinateurs et équipement de bureau
	Produits électriques
	Matériel léger
	Matériel, sauf les produits électriques
	Produits électriques divers
	Automobiles et pièces d'automobile
	Autre matériel de transport
	Produits du caoutchouc
Transports et services publics	
Commerce de gros	

FIGURE A1-2

RÉPARTITION DE L'ÉCHANTILLON DES SOCIÉTÉS CANADIENNES ET AMÉRICAINES SELON LE GROUPE INDUSTRIEL



SOURCE : D'après des données du tableau A3-4.

deux pays, mais il est intéressant de souligner que l'échantillon canadien contient une proportion plus élevée d'entreprises dans les industries des finances, de l'assurance et de l'immobilier, des mines et de la fabrication à intensité élevée de ressources que ce n'est le cas de l'échantillon américain. Par ailleurs, l'échantillon américain contient une proportion plus élevée de sociétés dans les industries de la fabrication à haute technicité et des services. La répartition industrielle des entreprises dans les deux échantillons est le reflet de la situation des deux pays sur le plan de l'avantage comparatif (voir Eden, 1994, et le Document de travail n° 1 d'Industrie Canada).

NOTES DE L'APPENDICE 1

1 Disclosure Incorporated, 5161 River Road, Bethesda (Mar.) 20816.

2 Même si les mesures comptables sont un outil idéal pour évaluer l'efficacité de la prise de décision des gestionnaires et du rendement de l'entreprise, les multiples conventions nécessaires pour appliquer un système de comptabilité nous laissent souvent perplexes au sujet de l'utilisation de mesures comptables. Pour neutraliser ces ambiguïtés (qui ont tendance à disparaître sur de longues périodes de temps) ainsi que les variations à court terme, notre analyse fait intervenir des moyennes sur cinq ans des variables comptables.

3 Les pondérations utilisées dans le processus de calcul des moyennes sont la valeur des variables qui figurent aux dénominateurs des ratios faisant l'objet du calcul de moyennes. Par exemple, les valeurs de l'emploi sont utilisées comme pondérations pour le calcul de la valeur moyenne du ratio actifs-emploi.

4 Ce groupement industriel est conforme aux pratiques en usage à l'OCDE et à l'ancien Conseil économique du Canada.

5 La valeur moyenne de la productivité du capital, le rapport des ventes moyennes aux actifs moyens, s'établit à 0,3416 pour le Canada et à 0,5139 pour les États-Unis. La productivité du capital, l'industrie minière non comprise, atteint une moyenne de 0,3326 et 0,5023 pour le Canada et les États-Unis, respectivement, ce qui indique que la valeur plus faible calculée pour le Canada n'est pas attribuable à l'inclusion de l'industrie minière.

APPENDICE 2

CONTEXTE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE EN AMÉRIQUE DU NORD

(Voir les tableaux A2-1 et A2-2 dans les pages suivantes.)

TABLEAU A2-1

CONTEXTE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

	CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE	RÔLE STRATÉGIQUE DES CONSEILS	RENSEIGNEMENTS STRATÉGIQUES DES PROPRIÉTAIRES	UTILISATION DES PRISES DE CONTRÔLE COMME INSTRUMENT DE RESTRUCTURATION	CONCENTRATION DES CRÉDITEURS	COMBINAISON DE CAPITAL-ACTIONS ET DE CRÉDIT PAR LES INVESTISSEURS « UNIVERSELS »	UTILISATION DE LA FAILLITE COMME MOYEN DE DÉGAGEMENT	TAUX DE RENDEMENT DE L'INVESTISSEMENT
Lois et règlements	La législation sur la concurrence et certaines lois sur le secteur financier et l'investissement réglementent la concentration de la propriété et du contrôle.	Les administrateurs doivent gérer ou surveiller la gestion des entreprises. Les administrateurs doivent maintenir un contrôle ultime sur l'entreprise.	Les lois sur les sociétés et les valeurs mobilières assurent que le public dispose de renseignements complets. Les données stratégiques sont protégées.	Les prises de contrôle sont ordinairement permises en tant qu'instrument de régie d'entreprise. Les actionnaires minoritaires sont généralement protégés.	Des lignes directrices concernant les institutions de dépôts fédérales ont pour effet de décourager la concentration de positions créditrices.	Les institutions de dépôts ne sont pas assujetties à des restrictions au sujet de la combinaison de capital-actions et d'emprunt. Des limites existent quant au montant de capital-actions que les institutions de dépôts peuvent accorder à des sociétés non financières.	Les sociétés et les institutions financières peuvent se prévaloir de procédures générales de dégagement. Les procédures sont axées sur la survie.	Le droit des sociétés met l'accent sur la maximisation de l'avoir des actionnaires en tant qu'objectif clé.
Pratiques courantes	Niveau élevé de concentration de la propriété des sociétés. Approbation nécessaire pour certaines fusions et acquisitions.	Les administrateurs gèrent ou surveillent la gestion des sociétés. Les investisseurs institutionnels étendent leur influence.	Des données annuelles et trimestrielles détaillées sont disponibles pour les sociétés publiques. On peut obtenir des données analytiques auprès de l'industrie des valeurs mobilières.	Les lois sur les sociétés ne contiennent généralement pas de dispositions visant à décourager les prises de contrôle. Les tribunaux ne donnent leur aval qu'à un nombre très limité d'instruments destinés à faire échec aux prises de contrôle.	Une pratique normale pour les grandes sociétés consiste à contracter de petits emprunts bancaires et à vendre des obligations dans le grand public.	Le capital-actions et l'emprunt sont des instruments autonomes. Les institutions financières qui n'acceptent pas de dépôts augmentent considérablement leur portefeuille de capital-actions.	Les créditeurs ou les débiteurs peuvent tous deux faire appel à des procédures de dégagement et de réorganisation.	Le rendement détermine la valeur des actions échangées.

TABLEAU A2-1 (FIN)

CONTEXTE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

	CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE	RÔLE STRATÉGIQUE DES CONSEILS	RENSEIGNEMENTS STRATÉGIQUES DES PROPRIÉTAIRES	UTILISATION DES PRISES DE CONTRÔLE COMME INSTRUMENT DE RESTRUCTURATION	CONCENTRATION DES CRÉDITEURS	COMBINAISON DE CAPITAL-ACTIONS ET DE CRÉDIT PAR LES INVESTISSEURS « UNIVERSELS »	UTILISATION DE LA FAILLITE COMME MOYEN DE DÉGAGEMENT	TAUX DE RENDEMENT DE L'INVESTISSEMENT
Règles implicites	Les entreprises visant un niveau élevé de concentration de la propriété choisissent généralement de devenir des sociétés privées.	Les conseils travaillent étroitement avec la haute direction. Ils deviennent de plus en plus autonomes.	Vaste utilisation de données financières. Des données statistiques globales sont disponibles.	Acceptation générale des prises de contrôle en tant qu'instrument du processus d'adaptation.	Les institutions de dépôts et les détenteurs d'obligations maintiennent une attitude de non ingérence avec les sociétés emprunteuses.	La situation de propriétaire et de créditeur fait intervenir des droits et des responsabilités différents.	On reconnaît que la faillite est un risque dans le monde des affaires. On considère que le processus mène à une réaffectation des actifs qui est ordonnée, efficiente et juste.	On considère que les entreprises sont des organismes qui visent à maximiser leurs bénéfices.
Résultats observés	La vaste majorité des entreprises canadiennes sont des sociétés privées. Plus de 80 p. 100 des sociétés publiques ont un actionnaire prédominant.	Les conseils se consacrent de plus en plus à la gestion et à la surveillance de la haute direction afin d'éviter des situations qui peuvent engager la responsabilité de l'entreprise.	Utilisation répandue des données publiques. Données stratégiques généralement pas disponibles.	Nombre croissant de prises de contrôle. Pilules empoisonnées souvent rejetées par les tribunaux.	Positions créditrices très diverses en ce qui a trait aux grandes entreprises.	Les institutions financières qui n'acceptent pas de dépôt ont accru leur intérêt à l'égard de la régie interne.	Les liquidations surpassent les réorganisations. La législation récente favorise davantage les réorganisations et la survie des entités existantes.	Rendement moyen sur le capital 1993 = 16,2 p. 100 1992 = 16,0 p. 100

SOURCE : Direction générale de la gestion intégrée, Industrie Canada.

TABLEAU A2-2

CONTEXTE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU ÉTATS-UNIS

	CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE	RÔLE STRATÉGIQUE DES CONSEILS	RENSEIGNEMENTS STRATÉGIQUES DES PROPRIÉTAIRES	UTILISATION DES PRISES DE CONTRÔLE COMME INSTRUMENT DE RESTRUCTURATION	CONCENTRATION DES CRÉDITEURS	COMBINAISON DE CAPITAL-ACTIONS ET DE CRÉDIT PAR LES INVESTISSEURS « UNIVERSELS »	UTILISATION DE LA FAILLITE COMME MOYEN DE DÉGAGEMENT	TAUX DE RENEDEMENT DE L'INVESTISSEMENT
Lois et règlements	La législation sur les valeurs mobilières et l'investissement a pour effet de restreindre et de décourager la concentration de la propriété et du contrûle.	Les dispositions réglementaires visent à décourager les actionnaires de faire partie des conseils. Mais, sur le plan légal, les règles régissant les conseils et les responsabilités fiduciaires des administrateurs furent récemment renforcées.	La législation sur les sociétés et les valeurs mobilières stipule qu'on doit assurer une large diffusion de données financières auprès du grand public. Les données stratégiques et pruspectives à l'intérieur de l'entreprise sont protégées.	On reconnaît légalement les prises de contrôle comme instrument de régie d'entreprise; adoption récente par les États d'une législation contre les prises de cuntrûle.	La législation sur les banques a pour effet de décourager la concentration de situations créditrices.	Combinaison de capital-actions et d'endettement interdite par voie législative.	Législation détaillée sur les familles. Lors d'une faillite, les réclamations des créditeurs peuvent être subordonnées à la survie de l'entreprise.	Le droit sur les sociétés met l'accent sur la rentabilité en tant qu'objectif majeur des entreprises.
Pratiques courantes	(Les règles des buurses privées ont pour effet de décourager la concentration de la propriété.) Des propriétaires dispersés n'exercent ordinairement pas leurs droit de procuration.	Les chartes et les pratiques courantes des sociétés ne prévoient pas de rôle stratégique ou opérationnel pour les conseils.	Des données trimestrielles détaillées sont disponibles, des données analytiques supplémentaires sont diffusées par les courtiers en valeurs mobilières. Des dunnées internes portant sur des « éléments sensibles des prix » ne sont pas diffusées.	Les chartes des sociétés visent à permettre les prises de contrôle; tolérance récente d'instruments contre les prises de contrôle.	La pratique courante consiste à combiner de petits prêts bancaires à une propriété dispersée d'obligations.	Le financement par capital-actions et par endettement constitue des instruments rigoureusement distincts mais on a assisté récemment à une augmentation de l'utilisatiun de moyens hybrides.	Des procédures normales de faillite existent. Les créditeurs sont invités à s'en prévaloir au lieu de négocier des ententes à l'amiable.	Le rendement détermine la valeur des actions et les transactions par leurs propriétaires.

TABLEAU A2-2 (FIN)

CONTEXTE DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE AUX ÉTATS-UNIS

	CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ ET CONTRÔLE	RÔLE STRATÉGIQUE DES CONSEILS	RENSEIGNEMENTS STRATÉGIQUES DES PROPRIÉTAIRES	UTILISATION DES PRISES DE CONTRÔLE COMME INSTRUMENT DE RESTRUCTURATION	CONCENTRATION DES CRÉDITEURS	COMBINAISON DE CAPITAL-ACTIONS ET DE CRÉDIT PAR LES INVESTISSEURS « UNIVERSELS »	UTILISATION DE LA FAILLITE COMME MOYEN DE DÉGAGEMENT	TAUX DE RENDEMENT DE L'INVESTISSEMENT
Règles implicites	On s'attend que les sociétés visant un niveau élevé de concentration de la propriété et du contrôle soient des sociétés « privées » (aucune émission publique de titres).	Le conseil doit remplir le rôle d'organisme consultatif auprès du PDG et fonctionner à l'amiable. Mais cette approche est en voie d'évoluer et de rendre ce rôle plus autonome.	Crédibilité et utilisation répandues des renseignements financiers. D'autres données plus stratégiques ne devraient être diffusées que si elles sont également accessibles à l'ensemble des investisseurs.	Légitimité et acceptation perçues des prises de contrôle en tant qu'instrument du processus d'adaptation.	Les banques et les détenteurs d'obligations maintiennent une attitude de non ingérence avec les sociétés emprunteuses.	La situation de propriétaire et de créditeur fait intervenir des droits et des responsabilités fondamentalement différents.	Les risques de faillite sont reconnus et acceptés.	On considère que les entreprises sont des sociétés qui visent à maximiser leurs bénéfices.
Résultats observés	La propriété est dispersée dans l'industrie, mais une certaine consolidation s'est produite récemment par l'intermédiaire de la propriété institutionnelle.	Une vaste majorité des conseils sont dominés par la haute direction, mais on observe des cas de renversement récent.	Diffusion excellente de données publiques, restrictions s'appliquant aux renseignements stratégiques des initiés.	Grand nombre de prises de contrôle mais restrictions récentes dans plusieurs États.	Niveau de dispersion élevée des situations créditrices.	Très peu d'investisseurs ont une perspective de propriétaire et de créditeur.	Grand nombre de dégagements réglés par voie de faillite. Nombre peut-être excessifs de faillites.	Rendement sur les capital-actions des sociétés comprises dans le US-BW 1000, 1993 = 18,4 p. 100 1992 = 14,9 p. 100

SOURCE : OCDE, *Framework Conditions for Industry Draft Agenda*, 1994.

APPENDICE 3

STRUCTURE DE RÉGIE D'ENTREPRISE : TABLEAUX DÉTAILLÉS

TABLEAU A3-1

RÉSUMÉ DE LA BASE DE DONNÉES – NOMBRE D'ENTREPRISES, VENTES MOYENNES ET ACTIFS MOYENS SELON LE NIVEAU DES VENTES (MILLIONS DE $ US)

	CANADA			ÉTATS-UNIS		
NIVEAU DES VENTES	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	VENTES MOYENNES	ACTIFS MOYENS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	VENTES MOYENNES	ACTIFS MOYENS
10 à 50	284	25 808	92 733	725	28 066	117 643
50 à 100	120	72 422	228 667	491	71 760	186 368
100 à 500	221	238 012	439 353	948	237 393	464 385
500 à 1 000	54	708 941	3 548 411	279	681 204	1 385 208
1 000 à 2 000	37	1 375 530	2 567 314	204	1 411 930	2 454 547
Plus de 2 000	50	4 796 452	14 532 434	353	8 064 429	15 614 259

TABLEAU A3-2

VENTILATION DE LA BASE DE DONNÉES – ENTREPRISES, VENTES ET ACTIFS SELON LE NIVEAU DES VENTES (MILLIONS DE $ US)

	CANADA			ÉTATS-UNIS		
NIVEAU DES VENTES	PROPORTION DES SOCIÉTÉS	PROPORTION DES VENTES TOTALES DANS L'ÉCHANTILLON	PROPORTION DU TOTAL DES ACTIFS DANS L'ÉCHANTILLON	PROPORTION DES SOCIÉTÉS	PROPORTION DES VENTES TOTALES DANS L'ÉCHANTILLON	PROPORTION DU TOTAL DES ACTIFS DANS L'ÉCHANTILLON
10 à 50	37,1	2	2	24,2	1	1
50 à 100	15,7	2	2	16,4	1	1
100 à 500	28,9	13	8	31,6	6	6
500 à 1 000	7,0	10	16	9,3	5	6
1 000 à 2 000	4,8	13	8	6,8	8	7
Plus de 2 000	6,5	60	62	11,8	79	79

TABLEAU A3-3

RÉSUMÉ DE LA BASE DE DONNÉES – NOMBRE D'ENTREPRISES, VENTES MOYENNES ET ACTIFS MOYENS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL (MILLIERS DE $ US)

	CANADA			ÉTATS-UNIS		
GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	VENTES MOYENNES	ACTIFS MOYENS	NOMBRE DE SOCIÉTÉS	VENTES MOYENNES	ACTIFS MOYENS
Agriculture, forêts et pêche	4	219 492	115 817	7	108 216	113 009
Construction	9	102 962	90 279	34	659 264	596 291
Finances assurance et immobilier	186	749 953	4 650 208	660	767 971	5 590 339
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	34	298 532	254 979	175	526 732	388 407
Mines	136	232 421	469 695	108	1 492 697	1 473 019
Fabrication à forte intensité de ressources	99	509 715	580 386	281	2 090 011	1 956 505
Commerce de détail	34	818 165	333 030	208	1 850 427	1 104 318
Services	53	106 200	109 232	361	347 574	373 289
Fabrication à haute technicité	92	682 665	316 210	747	1 474 520	1 682 977
Transports et services publics	82	610 032	1 399 244	292	1 731 911	2 977 955
Commerce de gros	37	481 884	187 504	127	922 843	294 044
Moyenne simple	766	519 087	1 519 712	3 000	1 201 821	2 338 690

TABLEAU A3-4

VENTILATION DE LA BASE DE DONNÉES – ENTREPRISES, VENTES ET ACTIFS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

	CANADA			ÉTATS-UNIS		
GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	PROPORTION DES SOCIÉTÉS	PROPORTION DES VENTES TOTALES	PROPORTION DU TOTAL DES ACTIFS	PROPORTION DES SOCIÉTÉS	PROPORTION DES VENTES TOTALES	PROPORTION DU TOTAL DES ACTIFS
Agriculture, forêts et pêche	0,5	0	0	0,2	0	0
Construction	1,2	0	0	1,1	1	0
Finances, assurance et immobilier	24,3	35	74	22,0	14	53
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	4,4	3	1	5,8	3	1
Mines	17,8	8	5	3,6	4	2
Fabrication à forte intensité de ressources	12,9	13	5	9,4	16	8
Commerce de détail	4,4	7	1	6,9	11	3
Services	6,9	1	0	12,0	3	2
Fabrication à haute technicité	12,0	16	2	24,9	31	18
Transports et services publics	10,7	13	10	9,7	14	12
Commerce de gros	4,8	4	1	4,2	3	1

TABLEAU A3-5

CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ SELON LE NIVEAU DES VENTES

	CANADA – PROPORTION DES SOCIÉTÉS			ÉTATS-UNIS – PROPORTION DES SOCIÉTÉS		
NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	À propriété dispersée	Contrôle effectif	Contrôle légal	À propriété dispersée	Contrôle effectif	Contrôle légal
10 à 50	23,9	23,6	52,5	45,6	31,0	23,4
50 à 100	20,8	24,2	55,0	30,1	39,3	30,6
100 à 500	22,6	20,4	57,0	31,8	37,2	31,0
500 à 1 000	20,4	25,9	53,7	39,4	39,4	20,8
1 000 à 2 000	21,6	8,1	70,3	47,6	34,8	17,6
> 2 000	30,0	12,0	58,0	62,3	28,6	9,1
Moyennes de tous les niveaux	23,1	21,4	55,5	40,2	35,1	24,7

TABLEAU A3-6

CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

	CANADA – PROPORTION DES SOCIÉTÉS			ÉTATS-UNIS – PROPORTION DES SOCIÉTÉS		
GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	À propriété dispersée	Contrôle effectif	Contrôle légal	À propriété dispersée	Contrôle effectif	Contrôle légal
Agriculture, forêts et pêche	50,0	0,0	50,0	28,6	42,8	28,6
Construction	22,2	11,1	66,7	26,5	17,6	55,9
Finances, assurance et immobilier	15,1	15,6	69,3	58,2	29,5	12,3
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	17,6	20,6	61,8	33,1	29,7	37,2
Mines	42,6	25,0	32,4	31,5	32,4	36,1
Fabrication à forte intensité de ressources	21,2	15,2	63,6	36,7	40,2	23,1
Commerce de détail	11,8	26,4	61,8	31,7	33,2	35,1
Services	15,1	37,7	47,2	21,6	44,6	33,8
Fabrication à haute technicité	24,0	38,0	38,0	35,3	41,9	22,8
Transports et services publics	17,0	11,0	72,0	56,5	20,5	23,0
Commerce de gros	32,4	13,5	54,1	33,9	37,0	29,1
Moyenne de tous les groupes	23,1	21,4	55,5	40,2	35,1	24,7

TABLEAU A3-7

PROPORTION DES ACTIONS DÉTENUES PAR L'ENSEMBLE DES ACTIONNAIRES IMPORTANTS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	50,07
50 à 100	52,65
100 à 500	51,71
500 à 1 000	52,32
1 000 à 2 000	58,19
> 2 000	53,30
Moyenne pondérée de tous les niveaux	53,55

TABLEAU A3-8

PROPORTION DES ACTIONS DÉTENUES PAR L'ENSEMBLE DES ACTIONNAIRES IMPORTANTS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	12,26
Construction	54,75
Finances, assurance et immobilier	42,25
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	51,49
Mines	53,98
Fabrication à forte intensité de ressources	37,27
Commerce de détail	58,69
Services	44,40
Fabrication à haute technicité	80,63
Transports et services publics	63,77
Commerce de gros	61,31
Moyenne pondérée de tous les groupes	53,55

TABLEAU A3-9

NOMBRE D'ACTIONNAIRES IMPORTANTS DÉTENANT AU MOINS 10 P. 100 DES ACTIONS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	1,37	0,91
50 à 100	1,52	1,13
100 à 500	1,20	1,02
500 à 1 000$	1,18	0,89
1 000 à 2 000$	1,12	0,72
> 2 000	0,93	0,44
Moyenne pondérée de tous les niveaux	1,03	0,54

TABLEAU A3-10

NOMBRE D'ACTIONNAIRES IMPORTANTS DÉTENANT AU MOINS 10 P. 100 DES ACTIONS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	1,60	2,44
Construction	3,30	1,76
Finances, assurance et immobilier	1,75	1,38
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	2,45	2,18
Mines	1,76	1,23
Fabrication à forte intensité de ressources	2,23	1,68
Commerce de détail	2,31	1,97
Services	2,67	1,81
Fabrication à haute technicité	2,06	1,41
Transports et services publics	1,88	1,31
Commerce de gros	3,62	1,63
Moyenne pondérée de tous les groupes	1,03	0,54

TABLEAU A3-11

PROPORTION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE DÉTENUES PAR DES INITIÉS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	34,58	25,71
50 à 100	24,52	25,77
100 à 500	13,18	22,30
500 à 1 000	15,13	15,31
1 000 à 2 000	20,98	14,13
> 2 000	22,18	7,46
Moyenne pondérée de tous les niveaux	21,49	9,60

TABLE A3-12

PROPORTION DES ACTIONS AVEC DROIT DE VOTE DÉTENUES PAR DES INITIÉS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	n.d.	17,88
Construction	n.d.	10,58
Finances, assurance et immobilier	2,69	10,76
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	9,97	13,90
Mines	54,14	3,05
Fabrication à forte intensité de ressources	26,82	9,50
Commerce de détail	n.d.	19,52
Services	24,13	14,99
Fabrication à haute technicité	1,99	6,99
Transports et services publics	22,15	5,18
Commerce de gros	n.d.	16,27
Moyenne pondérée de tous les groupes	21,49	9,60

NOTA : n.d. indique que les données ne sont pas disponibles.

TABLEAU A3-13

PROPRIÉTÉ INSTITUTIONNELLE SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	31,36	16,36
50 à 100	31,59	27,23
100 à 500	33,05	40,58
500 à 1 000	36,86	46,22
1 000 à 2 000	44,26	51,34
> 2 000	38,78	55,53
Moyenne pondérée de tous les niveaux	38,24	53,27

TABLEAU A3-14

PROPRIÉTÉ INSTITUTIONNELLE SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	9,57	56,19
Construction	44,20	56,28
Finances, assurance et immobilier	28,75	59,28
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	39,58	51,02
Mines	40,27	55,68
Fabrication à forte intensité de ressources	26,70	51,52
Commerce de détail	24,16	49,40
Services	22,98	51,69
Fabrication à haute technicité	68,73	56,56
Transports et services publics	52,82	44,72
Commerce de gros	20,31	54,46
Moyenne pondérée de tous les groupes	38,24	53,27

TABLEAU A3-15

NOMBRE D'ADMINISTRATEURS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	7,34	7,38
50 à 100	8,27	8,29
100 à 500	9,81	9,62
500 à 1 000$	11,92	11,62
1 000 à 2 000$	11,89	12,70
> 2 000	16,66	17,74
Moyenne pondérée de tous les niveaux	14,33	16,36

TABLEAU A3-16

NOMBRE D'ADMINISTRATEURS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	12,28	14,73
Construction	8,93	10,15
Finances, assurance et immobilier	10,79	15,41
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	11,28	13,43
Mines	10,54	15,15
Fabrication à forte intensité de ressource	12,51	18,42
Commerce de détail	11,83	13,54
Services	9,60	12,51
Fabrication à haute technicité	11,24	18,89
Transports et services publics	13,70	14,71
Commerce de gros	11,40	12,05
Moyenne pondérée de tous les groupes	14,33	16,36

TABLEAU A3-17

NOMBRE DE CADRES SUPÉRIEURS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	5,24	9,02
50 à 100	6,51	8,96
100 à 500	8,47	9,76
500 à 1 000	10,39	11,48
1 000 à 2 000	10,05	12,03
> 2 000	16,25	15,86
Moyenne pondérée de tous les niveaux	13,45	14,84

TABLEAU A3-18

NOMBRE DE CADRES SUPÉRIEURS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	10,14	13,79
Construction	4,43	12,31
Finances, assurance et immobilier	17,80	18,27
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	10,92	12,31
Mines	9,05	14,24
Fabrication à forte intensité de ressource	10,45	16,57
Commerce de détail	11,43	12,23
Services	11,29	12,61
Fabrication à haute technicité	10,94	14,21
Transports et services publics	13,05	14,87
Commerce de gros	11,38	11,35
Moyenne pondérée de tous les groupes	13,45	14,84

TABLEAU A3-19

RATIO DES ADMINISTRATEURS INTERNES SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50$	0,30	0,39
50 à 100	0,30	0,35
100 à 500	0,22	0,31
500 à 1 000$	0,19	0,25
1 000 à 2 000	0,18	0,24
> 2 000	0,19	0,21
Moyenne pondérée de tous les niveaux	0,20	0,22

TABLEAU A3-20

RATIO DES ADMINISTRATEURS INTERNES SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE	ÉTATS-UNIS – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	0,23	0,13
Construction	0,25	0,28
Finances, assurance et immobilier	0,14	0,23
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	0,21	0,27
Mines	0,27	0,31
Fabrication à forte intensité de ressource	0,21	0,19
Commerce de détail	0,18	0,24
Services	0,29	0,27
Fabrication à haute technicité	0,30	0,20
Transports et services publics	0,14	0,19
Commerce de gros	0,29	0,32
Moyenne pondérée de tous les groupes	0,20	0,22

TABLEAU A3-21

RATIO DES ADMINISTRATEURS ÉTRANGERS SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE
10 à 50	0,19
50 à 100	0,19
100 à 500	0,18
500 à 1 000	0,18
1 000 à 2 000	0,24
> 2 000	0,11
Moyenne pondérée de tous les niveaux	0,15

TABLEAU A3-22

RATIO DES ADMINISTRATEURS ÉTRANGERS SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – MOYENNE PONDÉRÉE
Agriculture, forêts et pêche	n.d.
Construction	0,14
Finances, assurance et immobilier	0,13
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	0,10
Mines	0,17
Fabrication à forte intensité de ressource	0,19
Commerce de détail	n.d.
Services	0,23
Fabrication à haute technicité	0,15
Transports et services publics	0,17
Commerce de gros	0,24
Moyenne pondérée de tous les groupes	0,15

NOTA : n.d. indique que les données ne sont pas disponibles

TABLEAU A3-23

PDG ET MEMBRE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA – PROPORTION DES SOCIÉTÉS	
	NON	OUI
10 à 50	23,7	76,3
50 à 100	19,2	80,8
100 à 500	12,3	87,7
500 à 1 000	7,4	92,6
1 000 à 2 000$	11,1	88,9
> 2 000	10,2	89,8
Moyenne de tous les niveaux	17,0	83,0

TABLEAU A3-24

PDG ET MEMBRE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA – PROPORTION DES SOCIÉTÉS	
	NON	OUI
Agriculture, forêts et pêche	25,0	75,0
Construction	22,2	77,8
Finances, assurance et immobilier	18,8	81,2
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	18,2	81,8
Mines	20,6	79,4
Fabrication à forte intensité de ressource	16,3	83,7
Commerce de détail	14,7	85,3
Services	14,0	86,0
Fabrication à haute technicité	16,7	83,3
Transports et services publics	9,9	90,1
Commerce de gros	16,2	83,8
Moyenne de tous les groupes	17,0	83,0

TABLEAU A3-25

PDG ET PRÉSIDENT DU CONSEIL SELON LE NIVEAU DES VENTES

NIVEAU DES VENTES (EN MILLIONS DE $ US)	CANADA– PROPORTION DES SOCIÉTÉS		ÉTATS-UNIS – PROPORTION DES SOCIÉTÉS	
	NON	OUI	NON	OUI
10 à 50	73,3	26,6	55,3	44,7
50 à 100	100,0	0,0	46,2	53,8
100 à 500	53,3	46,6	40,1	59,9
500 à 1 000	71,4	28,6	31,7	68,3
1 000 à 2 000	83,3	16,7	29,4	70,6
> 2 000	50,0	50,0	18,2	81,8
Moyenne de tous les niveaux	65,5	34,5	40,7	59,3

TABLEAU A3-26

PDG ET PRÉSIDENT DU CONSEIL SELON LE GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL

GROUPE INDUSTRIEL PRINCIPAL	CANADA– PROPORTION DES SOCIÉTÉS		ÉTATS-UNIS – PROPORTION DES SOCIÉTÉS	
	NON	OUI	NON	OUI
Agriculture, forêts et pêche	n.d.	n.d.	50,0	50,0
Construction	n.d.	n.d.	38,2	61,8
Finances, assurance et immobilier	30,0	70,0	45,7	54,3
Fabrication à forte intensité de main-d'œuvre	100,0	0,0	36,0	64,0
Mines	81,2	18,8	37,0	63,0
Fabrication à forte intensité de ressources	75,0	25,0	39,9	60,1
Commerce de détail	n.d.	n.d.	33,2	66,8
Services	100,0	0,0	38,2	61,8
Fabrication à haute technicité	83,3	16,7	43,4	56,6
Transports et services publics	25,0	75,0	34,7	65,3
Commerce de gros	n.d.	n.d.	44,1	55,9
Moyenne de tous les groupes	65,5	34,5	40,7	59,3

NOTA : n.d. indique que les données ne sont pas disponibles.

APPENDICE 4

(Voir le tableau A4-1 et les figures A4-1 et A4-2 dans les pages suivantes.)

TABLEAU A4-1

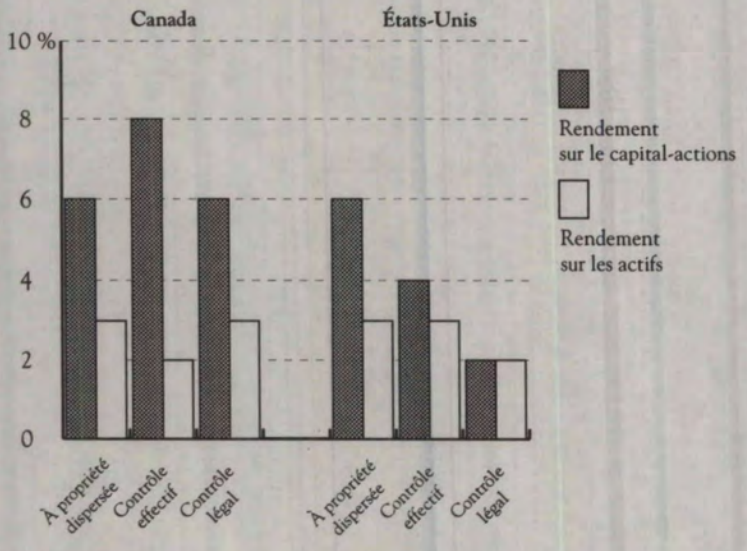
CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ

	CANADA				ÉTATS-UNIS			
VARIABLE	À PROPRIÉTÉ DISPERSÉE	CONTRÔLE EFFECTIF	CONTRÔLE LÉGAL	TOUTES LES SOCIÉTÉS	À PROPRIÉTÉ DISPERSÉE	CONTRÔLE EFFECTIF	CONTRÔLE LÉGAL	TOUTES LES SOCIÉTÉS
Nombre de sociétés	177	164	425	766	1 206	1 054	740	3 000
Rendement sur capital-actions	0,06	0,08	0,06	0,07	0,06	0,04	0,02	0,05
Rendement sur les actifs	0,03	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,02	0,03
Croissance des ventes	0,15	0,14	0,08	0,11	0,08	0,12	0,13	0,11
Croissance des actifs	0,14	0,13	0,07	0,10	0,11	0,13	0,14	0,13
Ventes/employé	449 484	398 493	412 880	418 908	233 417	219 865	248 713	232 420
Ventes/actifs	0,78	1,08	1,00	0,97	0,90	1,15	1,25	1,07
Croissance de la productivité de la main-d'œuvre	0,14	0,14	0,08	0,11	0,07	0,11	0,13	0,10
Croissance de la productivité du capital	0,01	0,01	0,01	0,01	-0,02	-0,01	-0,01	-0,02
Croissance des gains par action	-0,13	-0,08	-0,16	-0,14	-0,02	-0,09	-0,02	-0,05
Endettement/actifs	0,21	0,27	0,26	0,25	0,20	0,20	0,23	0,21
Actifs/employé	888 503	646 944	1 761 103	1 324 969	796 027	544 701	415 791	613 140
Présence de ventes ou d'actifs étrangers	0,23	0,17	0,12	0,16	0,36	0,46	0,36	0,40
Propriété institutionnelle	6,18	18,75	48,33	32,26	31,69	41,18	30,37	34,70
Propriété par des initiés	4,18	17,83	26,24	19,34	11,59	18,90	36,04	20,19
Taille du conseil	9,61	8,70	9,31	9,25	10,45	9,85	8,96	9,87
Ratio des administrateurs internes	0,24	0,28	0,26	0,26	0,30	0,30	0,33	0,31
Ratio des administrateurs étrangers	0,03	0,03	0,04	0,04	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
PDG et président	0,26	0,29	0,50	0,35	0,61	0,58	0,59	0,59

NOTA : n.d. indique que les données ne sont pas disponibles.

FIGURE A4-1

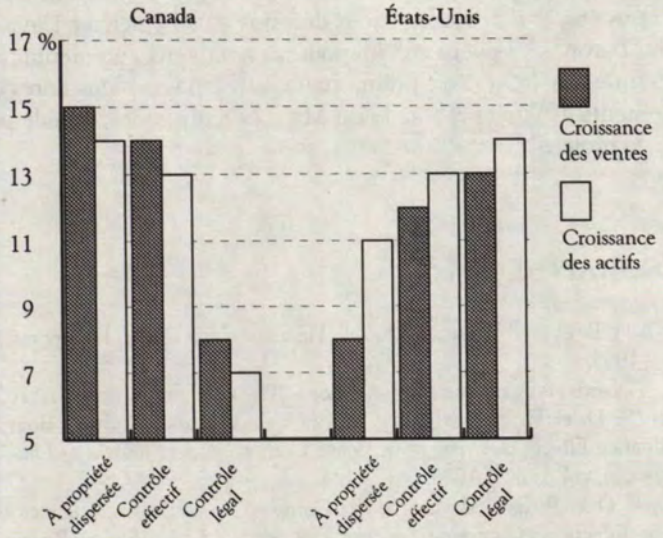
PERFORMANCE SUR LE PLAN DE LA RENTABILITÉ GROUPÉE SELON LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ



SOURCE : D'après des données du tableau A4-1.

FIGURE A4-2

PERFORMANCE SUR LE PLAN DE LA CROISSANCE GROUPÉE SELON LA CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ



SOURCE : D'après des données du tableau A4-1.

REMERCIEMENTS

NOUS DÉSIRONS EXPRIMER notre gratitude à Ross Preston et à Denis Gauthier pour l'encouragement et l'appui qu'ils ont donnés à ce projet, ainsi qu'à Ron Daniels et Randall Morck pour les commentaires et les suggestions qu'ils nous ont soumis aux diverses étapes de l'étude. Nous désirons aussi remercier David Stangeland, Giovanni Barone-Adesi et Lee Gill pour les nombreux commentaires utiles qu'ils ont présentés sur la version préliminaire de l'étude. Nous adressons aussi des remerciements à Ashfaq Ahmad et à Marc Legault pour leur aide pendant toute la durée du projet.

BIBLIOGRAPHIE

Amoako-Adu, B. et B. F. Smith, « Outside Financial Directors and Corporate Governance – Draft », 1995.

Bacon, J., « Boards and Corporate Governance », The Conference Board, nº 1036, 1993.

Baysinger, B. D. et H. N. Butler, « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 1, nº 1, 1985, p. 101-124.

Baysinger, B. D. et R. E. Hoskisson, « The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy », *Academy of Management Review*, vol. 15, nº 1, 1990, p. 72-87.

Beck, S., « The Corporation and Canadian Society », document présenté lors d'un colloque intitulé Canadian Corporate Governance: A Multi-Disciplinary Perspective, qui s'est tenu à l'Institut C. D. Howe, février 1994.

Clarkson, M. B. E. et M. C. Deck, « "Straddling Fences Makes it Difficult to Walk in a Straight Line": A Commentary prepared in response to "Where Were The Directors?" », rapport du comité de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise au Canada, publié en mai 1994, The Centre for Corporate Social Performance and Ethics, juillet 1994.

Dalton, D. R., I. F. Kesner, et P. L. Rechner, « Corporate Governance and Boards of Directors: An International, Comparative Perspective », *Advances in International Comparative Management*, vol. 3, 1988, p. 95-105.

Daniels, R. et P. Halpern, « The Canadian Quandary: Accounting for the Survival of the Closely Held Corporation », document présenté lors d'un colloque intitulé Canadian Corporate Governance: A Multi-Disciplinary Perspective, qui s'est tenu à l'Institut C. D. Howe, février 1994.

Daniels, R. et J. MacIntosh, « Towards a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 29, nº 4, hiver 1991, p. 864-933.

Densetz, H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, nº 6, 1985.

Dey, P. et coll., « Where Were The Directors? », Comité de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise au Canada, mai 1994.

Donaldson, G., « Voluntary Restructuring: The Case of General Mills », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 117-141.

Eden, L., *Les multinationales en Amérique du Nord*, collection « Les documents de recherche d'Industrie Canada », University of Calgary Press, Calgary, 1994.

Friedlander, A. F., E. R. Berndt et G. McCullough, « Governance Structure, Managerial Characteristics, and Firm Performance in the Deregulated Rail Industry », Brookings Papers: Microeconomics, 1992.

Herzel, L., « Corporate Governance Through Statistical Eyes », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 581-593.

Industrie Canada, «Institutional Activism in Canada», ébauche, Direction générale de la gestion intégrée, septembre 1994.

_____, « Intégration économique de l'Amérique du Nord : Tendances de l'investissement étranger direct et les 1 000 entreprises les plus grandes », Document de travail nº 1, janvier 1994.

Jensen, M. C., « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, nº 3, juillet 1993, p. 831-880.

Jensen, M. C. et W. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octobre 1976, p. 305-360.

MacIntosh, J. G., « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 31, nº 2, 1993.

Morck, R. K. et D. A. Stangeland, « Corporate Performance and Large Shareholders », Working Paper No. 4-94, Institute for Financial Research, Faculty of Business, Université de l'Alberta, 1994.

Morck, R. K., « On the Economics of Concentrated Ownership », document présenté lors d'un colloque intitulé Canadian Corporate Governance: A Multi-Disciplinary Perspective, qui s'est tenu à l'Institut C. D. Howe, février 1994.

Neave, E. H., « Organizational Economics and Directors' Control », document présenté lors d'un colloque intitulé Canadian Corporate Governance: A Multi-Disciplinary Perspective, qui s'est tenu à l'Institut C. D. Howe, février 1994.

Porter, M. E., « Disadvantage: America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1992, p. 65-82.

_____, « Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry », The Council on Competitiveness and The Harvard Business School, 1992.

Roe, M. J., « Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 117-141.

Romano, R., « A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law », *Yale Law Journal*, vol. 102, 1993, p. 2021-2037.

_____, « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered », *Columbia Law Review*, vol. 93, nº 4, mai 1993.

Roth, C. W., « Concentration of Ownership and the Composition of the Board: An Examination of Canadian Publicly-Listed Corporations », ébauche, Industrie Canada, 1994.

The Economist, « A Survey of Corporate Governance », le 29 janvier 1994.

Vijay Jog
École d'administration des affaires
Université Carleton

et

Ajit Tulpule
Corporate Renaissance Group
Ottawa

3

Contrôle et rendement : Données tirées du TSE 300

INTRODUCTION

DEPUIS LA PUBLICATION DE l'étude de Jensen et Meckling (1976) sur la théorie de l'intérêt du mandataire, on a accordé beaucoup d'attention à la possibilité de conflit entre propriétaires et gestionnaires et à l'incidence de ce conflit sur le rendement de l'entreprise. Les auteurs de travaux empiriques déjà publiés ont mis l'accent sur les déterminants et les répercussions de la structure de propriété, ainsi que sur le rapport entre la structure de propriété et les caractéristiques de l'entreprise, telles que la taille, l'endettement et les dépenses de recherche et de développement. Le nombre croissant de fusions et d'acquisitions, d'achats par endettement et de rachats adossés dans les années 80 a contribué à stimuler ces travaux de recherche empiriques.

Le rapport entre la concentration de la propriété et le rendement des entreprises continue de faire l'objet d'un débat. Parmi les travaux empiriques existants figurent surtout des études américaines dans lesquelles les auteurs examinent le rapport transversal entre la propriété et le rendement de l'entreprise, ce dernier étant mesuré à l'aide soit de critères comptables ou du ratio Q de Tobin, en se préoccupant peu de la stabilité temporelle des résultats.

Dans un résumé de leurs recherches empiriques, Jensen et Warner (1988) ont conclu que l'incidence précise de la propriété d'actions par des gestionnaires, des actionnaires externes et des institutions n'est pas très bien connue et qu'il faudrait entreprendre des études plus poussées sur les rapports entre la propriété, les caractéristiques et le rendement de l'entreprise. De même, Jog et Schaller (1989) ont affirmé « [...] qu'il faut en apprendre davantage avant de pouvoir établir un rapport direct entre la structure de propriété et la valeur au marché des actions ».

La présente étude a pour objet d'examiner le rapport possible entre le contrôle des sociétés (mesuré à l'aide du bloc d'actionnaires qui contrôlent une entreprise) et le rendement sur le plan comptable et boursier des entreprises

canadiennes inscrites à la Bourse de Toronto (TSE). Les auteurs de l'étude font porter leur étude sur les sociétés canadiennes qui entraient dans le calcul de l'indice TSE 300 pendant les 14 années comprises entre 1978 et 1991 inclusivement.

L'étude est structurée de la façon suivante : un examen des travaux de recherche entrepris à ce jour est suivi de sections dans lesquelles nous présentons l'hypothèse principale de l'étude, nous décrivons les données utilisées et nous analysons la méthodologie retenue. Dans la dernière section, nous présentons les résultats et les conclusions.

ÉTUDES ANTÉRIEURES

NOUS POUVONS REGROUPER les études disponibles sous deux rubriques : les travaux théoriques et les travaux empiriques.

ÉTUDES THÉORIQUES

ON TROUVE UNE BONNE DESCRIPTION de la plupart des principes fondamentaux de la théorie de l'intérêt du mandataire dans les travaux de Berle et Means (1932) et ceux de Jensen et Meckling (1976). En fait, il y a au moins quatre sources de conflits qui peuvent survenir entre les cadres de gestion (mandataires) et les actionnaires externes (mandants).

- La tendance des gestionnaires à consommer certaines ressources de l'entreprise sous forme de gratifications.
- Les gestionnaires ont d'autant plus tendance à se soustraire à leurs responsabilités que leur participation au capital-actions d'une entreprise diminue.
- Les gestionnaires peuvent renoncer à des projets rentables mais risqués, parce qu'ils sont plus durement touchés par une faillite que ne l'est la masse diversifiée des actionnaires.
- Les gestionnaires peuvent dénaturer la qualité de projets d'investissement futurs, ce qui incitera les investisseurs externes à exiger une prime de risque plus élevée.

Les mandants (propriétaires) doivent supporter certains « coûts » afin de s'assurer que les mandataires (les gestionnaires) agissent dans le meilleur intérêt des mandants. Ces déboursés peuvent comprendre le paiement de primes aux gestionnaires, ainsi que des coûts de surveillance visant à « restreindre les activités aberrantes des [gestionnaires] ». Jensen et Meckling (1976) déterminent trois composantes de ces « coûts d'encadrement » : les

frais de surveillance des mandants, les frais de cautionnement des mandataires[1] et la perte résiduelle[2].

Ce sont ces coûts d'encadrement, attribuables au conflit entre la propriété et le rendement des gestionnaires, qui offrent une explication du rapport entre la propriété de l'entreprise et son rendement. On soutient qu'une façon de réduire ce conflit et de là, les coûts d'encadrement, consisterait à faire en sorte que les gestionnaires détiennent une proportion appréciable des actions de l'entreprise, ce qui aurait pour effet du même coup d'harmoniser les intérêts des gestionnaires à ceux des propriétaires et de s'assurer que les gestionnaires agissent dans le meilleur intérêt des propriétaires. Plus la proportion d'actions détenues par les gestionnaires sera élevée, plus les coûts d'encadrement seront faibles et plus le rendement de l'entreprise sera élevé[3]. Le même raisonnement peut s'appliquer à des cas où un bloc important d'actions est détenu par un petit nombre d'investisseurs, qui peuvent alors exercer une surveillance plus étroite sur les gestionnaires et améliorer ainsi le rendement de l'entreprise. Si ce lien se vérifie dans l'un ou l'autre des cas, on devrait alors observer un rapport positif entre le contrôle de l'entreprise et le rendement des gestionnaires : plus la proportion des actions détenues par la haute direction ou un actionnaire important est élevée, plus le rendement de l'entreprise devrait être élevé.

Par ailleurs, Stulz (1988) soutient que la valeur de l'entreprise devrait augmenter à mesure que la proportion des actions détenues par la haute direction augmente, mais que la valeur de l'entreprise devrait diminuer si les « initiés » détiennent une proportion élevée de l'avoir des actionnaires. Dans le contexte d'une offre d'achat possible, Stulz démontre que la proportion des actions détenues par la haute direction a une incidence sur la probabilité d'une offre publique d'achat et sur la prime qui s'y rattache. Lorsque les gestionnaires ne détiennent aucune action de l'entreprise, la prime d'offre est peu élevée. À mesure que la proportion des actions détenues par les gestionnaires s'éloigne de zéro, la prime offerte a aussi tendance à augmenter. Toutefois, une part très élevée des actions détenues par la haute direction constituera en fait une entrave à une tentative de prise de contrôle, réduisant donc la valeur de l'entreprise. Stulz suppose donc qu'il y a un rapport convexe entre la valeur de l'entreprise et la proportion des actions détenues par les gestionnaires, ce qui donne à penser que la valeur de l'entreprise peut atteindre un maximum à un certain niveau de propriété par des initiés.

Mais, selon d'autres théories, il n'y a pas de rapport entre la propriété d'une entreprise et son rendement. Bien que des conflits puissent en fait exister entre les propriétaires et les gestionnaires, d'autres mécanismes permettent de résoudre les conflits et d'harmoniser les intérêts des propriétaires à ceux des gestionnaires. Parmi ces mécanismes figurent la surveillance exercée par des intervenants externes (vérificateurs, banquiers, investisseurs institutionnels), les régimes de rémunération axés sur le rendement, le choix de gestionnaires possédant des intérêts semblables et convergents (Demsetz, 1983), l'existence

d'un marché du travail efficient (Fama, 1980), un marché de produits concurrentiel (Hart, 1983), des blocs d'actionnaires importants (Stiglitz, 1985; Shleifer et Vishny, 1986) et un niveau de divulgation accru exigé par les responsables de la réglementation publique (notamment, la *Loi sur les sociétés par actions*) ou par les autorités législatives chargées de surveiller le marché des valeurs mobilières (par exemple, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario). Selon ces théories, d'autres mécanismes permettront de contourner le problème de l'encadrement, de sorte que le rendement d'une entreprise ne sera pas influencé par sa structure de propriété.

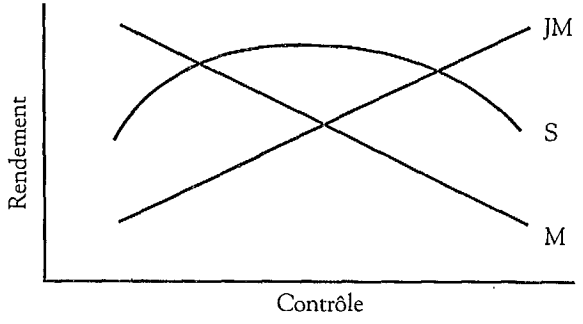
Contrairement aux théories mentionnées ci-dessus qui donnent à penser qu'il y a un rapport positif ou nul entre la propriété et le rendement de l'entreprise, Muellar (1986) suppose qu'il y a une corrélation négative entre ces deux variables. Il soutient que, même s'ils détiennent une proportion relativement élevée des actions, les cadres de gestion peuvent quand même détourner des fonds pour leur usage personnel, pourvu que les avantages d'une telle diversion soient supérieurs au coût de recevoir un rendement moins élevé sur les actions qu'ils détiennent dans l'entreprise. La figure 1 donne un aperçu schématique des travaux théoriques réalisés dans ce domaine.

ÉTUDES EMPIRIQUES

LE TABLEAU 1 PRÉSENTE UN SURVOL DE L'ÉTAT DES TRAVAUX EMPIRIQUES dans le domaine du rendement des sociétés et de la propriété d'actions par la haute

FIGURE 1

RAPPORT ENTRE LE RENDEMENT ET LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ DE L'ENTREPRISE, D'APRÈS DES TRAVAUX DE RECHERCHE THÉORIQUES



JM Jensen et Meckling (1976)
S Stulz (1988)
M Muellar (1986)

direction. Une analyse de ces travaux permet de faire ressortir cinq conclusions. Premièrement, les résultats sont mitigés, bien que certains indices laissent croire qu'il y a une corrélation positive entre le rendement de l'entreprise et la propriété d'actions par des initiés ou des membres de la haute direction. Deuxièmement, dans une majorité d'études, le rendement est mesuré à partir du ratio Q de Tobin et le calcul ne porte que sur une ou deux années précises; les auteurs des études n'ont pas essayé de vérifier la stabilité au fil du temps de ces résultats. Cela rend équivoque toute généralisation des conclusions. Troisièmement, des données permettent de croire à la présence d'un facteur curvilinéaire, ce qui est compatible tant avec l'hypothèse de l'harmonisation qu'avec celle de l'enracinement. Quatrièmement, il y a lieu de croire (Oswald et Jahera, 1991) que la taille et la propriété sont des facteurs statistiquement significatifs pour expliquer le rendement d'une entreprise; il s'agit d'une observation qui semble aussi corroborer celles de Vance (1964), Pfeffer (1972) et

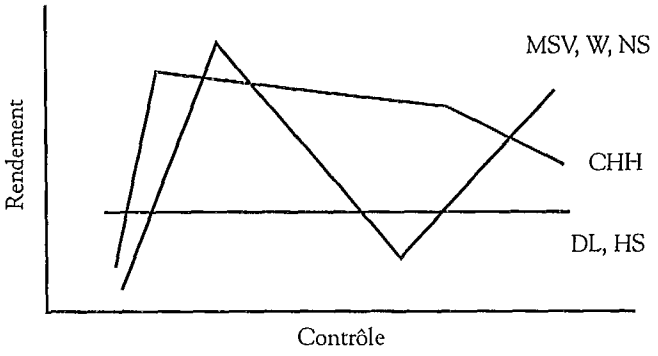
TABLEAU 1

RÉSUMÉ DES TRAVAUX DE RECHERCHE EMPIRIQUES

AUTEURS	ANNÉE	RENDEMENT	PROPRIÉTÉ	RÉSULTATS
Vance	1964	Revenu net	Participation des administrateurs	Rapport positif
Pfeffer	1972	Marge bénéficiaire, RCP	Participation des cadres	Rapport positif
Demsetz et Lehn	1985	RRM/VC	Actions détenues par les cinq actionnaires les plus importants	Aucun Rapport
Neun et Santerre	1986	Marge bénéficiaire, nette	Participation des actionnaires dominants	Rapport en forme de S
Morck, Schleifer et Vishny	1988	Q de Tobin	Participation des administrateurs	Hausse, baisse, hausse
Holderness et Sheehan	1991	RRM, Q de Tobin	Participation majoritaire	Aucune conclusion
Kim et Lyn	1988	Q de Tobin	Participation des initiés	Rapport positif
Wruck	1989	Valeur de l'entreprise	Participation des initiés	Hausse, baisse, hausse
Chen, Hexter, et Hue	1990	Q de Tobin	Participation des cadres	Grandes sociétés : rapport positif Petites sociétés : aucun rapport
Oswald et Jahera	1991	Rendement excédentaire des actions	Participation des administrateurs et des cadres	Rapport positif

FIGURE 2

RAPPORT ENTRE LE RENDEMENT ET LA STRUCTURE DE PROPRIÉTÉ DE L'ENTREPRISE, D'APRÈS DES TRAVAUX DE RECHERCHE EMPIRIQUES



MSV	Morck, Schleiffer et Vishny (1988)	DL	Demsetz et Lehn (1985)
CHH	Chen, Hexter et Hu (1990)	NS	Neun et Santerre (1986)
W	Wruck (1989)	HS	Holderness et Sheehan (1991)

Kim et Lyn (1988)[4]. Enfin, la définition du contrôle varie considérablement d'une étude à l'autre, ce qui rend les comparaisons très difficiles. La figure 2 donne un aperçu des résultats empiriques tirés d'études réalisées aux États-Unis.

RÉSUMÉ

SI L'ON RÉSUME LES ARGUMENTS THÉORIQUES et les conclusions empiriques, on peut affirmer que le rendement d'une entreprise peut être fonction de sa structure de propriété (en tant que symptôme du problème de mandant-mandataire), mais on ne peut tirer aucune conclusion définitive au sujet de l'importance ou de la nature du rapport. Ce dernier est fonction de l'efficacité d'autres mécanismes, y compris les règles régissant la divulgation et la conduite des affaires imposées par les responsables de la réglementation et des politiques publiques. Il se dégage aussi des études empiriques actuelles que, en raison de l'utilisation d'une variété d'indicateurs de rendement, il est difficile de tirer des conclusions claires. De plus, la plupart des études sont fondées sur des données transversales et ne contiennent donc qu'une analyse applicable à un point dans le temps. De telles analyses ne permettent pas de tirer des conclusions sur la fermeté ou la robustesse des résultats sur une période de temps plus étendue.

Les travaux empiriques décrits dans la présente section se fondent tous sur des données américaines. Il n'est pas évident que ces résultats soient

applicables au contexte canadien. L'étude de Morck et Stangeland (1994) qui contient une analyse des différences les plus manifestes entre les entreprises canadiennes et américaines est la seule autre étude empirique qui ait été faite dans le contexte canadien[5]. Il serait donc d'un vif intérêt d'en apprendre davantage non seulement sur le rapport entre le rendement et la propriété des entreprises, mais aussi sur le contexte canadien, notamment lorsqu'il existe des différences considérables au niveau de la structure de propriété entre les sociétés canadiennes et américaines dont les actions s'échangent sur les marchés boursiers.

CADRE DE RÉFÉRENCE

LA PRÉSENTE ÉTUDE a pour objet d'examiner les questions suivantes : Les sociétés à capital fermé ont-elles un rendement supérieur à celui des entreprises à propriété dispersée ? Le cas échéant, le degré ou la structure de propriété est-il un indicateur qui explique les écarts de rendement ? L'examen du rapport entre la propriété et le rendement des sociétés se fonde sur des données propres à des entreprises canadiennes comprises dans l'indice composé du TSE 300 et s'étend sur une période allant de 1978 à 1991 inclusivement.

MESURES

Mesure du rendement

Le ratio Q de Tobin semble être la mesure de rendement qui est la plus largement utilisée dans les études réalisées aux États-Unis mais, en l'absence de données comparables directement disponibles dans l'échantillon des sociétés canadiennes, il s'est avéré pratiquement impossible d'utiliser ce ratio dans notre étude. Nous avons donc fait appel à deux autres techniques pour évaluer le rendement des entreprises. Premièrement, nous avons utilisé les rendements boursiers en tant que mesure du rendement des sociétés, puisque ces données donnent un aperçu du rendement à long terme des entreprises du point de vue d'un investisseur. Deuxièmement, pour un sous-ensemble d'entreprises de l'échantillon (secteur manufacturier), nous avons employé des mesures de rendement comptable largement reconnues. Pour ce sous-ensemble, nous avons utilisé le rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable des actions en tant que mesure approximative du ratio Q de Tobin.

Mesure du « contrôle »

On mesure le « contrôle » – c'est-à-dire le degré selon lequel les actions d'une entreprise sont détenues par un nombre restreint (concentré) ou par un grand nombre (disséminé) d'actionnaires – en se servant du pourcentage des actions d'une société qui peut être échangé sur le marché boursier. Une entreprise

dont la totalité des actions émises peut être échangée sur le marché boursier est considérée comme ayant un contrôle très disséminé (c'est-à-dire qu'elle est à propriété dispersée), tandis qu'une société dont seule une faible proportion des actions peut être échangée sur le marché boursier est considérée comme ayant un contrôle très concentré (à capital fermé). De plus, afin de tenir compte de différences évidentes au niveau du degré « des actifs immobilisés » entre les entreprises manufacturières et celles des autres secteurs, nous évaluons le rendement des sociétés en les répartissant en deux groupes distincts, fondés sur leur classification industrielle[6].

LES DONNÉES

LES SOCIÉTÉS DANS L'ÉCHANTILLON DE NOTRE ÉTUDE ne comprennent que des entreprises qui faisaient partie de l'indice composé du TSE 300 entre 1978 et 1991 inclusivement. On a mesuré le contrôle en se servant des pourcentages d'actions « flottantes ». Ces pourcentages indiquent la proportion des actions qui peut être détenue par des actionnaires externes et ils sont utilisés pour calculer des pondérations relatives dans l'indice; ils peuvent aussi être employés pour évaluer le degré de contrôle. Les données sont tirées des inscriptions contenues dans l'indice publié dans le périodique de la Bourse de Toronto. Les valeurs utilisées sont celles affichées à la fermeture le 31 décembre de chaque année. Les industries sont regroupées en se fondant sur la classification du TSE 300.

Contrairement aux États-Unis, où l'on retrouve un grand nombre de petites banques, l'industrie bancaire canadienne se caractérise par un petit nombre de grandes banques. En raison de restrictions imposées par le gouvernement sur la propriété des banques, ces dernières sont toutes des institutions à propriété dispersée. De plus, les entreprises de services publics au Canada sont étroitement réglementées par le gouvernement fédéral et les provinces. Pour ces raisons, l'échantillon formant l'ensemble de données utilisé dans notre étude ne comprend pas d'institutions bancaires ni d'entreprises de services publics.

Afin de calculer le rendement sur le marché boursier, nous avons extrait des données sur le rendement mensuel des diverses entreprises de la base de données de la Bourse de Toronto et de l'Université Western Ontario (TSE/Western), qui a été mise au point à partir des mêmes coordonnées que celles de la banque de données du Center for Research in Security Prices (CRSP) de l'Université de Chicago, au cours d'une période de 14 ans allant de 1978 à 1991. Les données comptables pour les diverses sociétés sont tirées de la base de données du Stock Guide publiée par la Stock Guide Publications Ltd. Comme ces données n'étaient pas disponibles sur une base comparable pour les années avant 1988, l'analyse fondée sur les mesures comptables se limite aux années 1988 à 1991.

L'ensemble de données comprend des renseignements sur un total de 613 entreprises au cours d'une période de 14 ans allant de 1978 à 1991. Le tableau 2 présente une ventilation par industrie des 613 entreprises, classifiées selon les codes industriels de l'indice. En raison des inscriptions et des radiations de sociétés comprises dans l'indice TSE 300, la composition de l'indice n'est pas stable au fil du temps. Le tableau 3 présente le nombre de sociétés qui font partie de l'ensemble de données chaque année. Les rangées représentent les années de départ et les colonnes indiquent les années d'observation. Les chiffres qui figurent le long de la diagonale principale indiquent donc le nombre de sociétés qui faisaient partie de l'ensemble de données chaque année. Le chiffre dans la case C (i,j) indique le nombre de sociétés comprises dans

TABLEAU 2

ENTREPRISES COMPRISES DANS LES ENSEMBLES DE DONNÉES : RÉPARTITION PAR INDUSTRIE

NUMÉRO DE L'INDUSTRIE	INDUSTRIE	NOMBRE	PROPORTION DU GROUPE (%)	PROPORTION DU TOTAL (%)
	Secteur manufacturier			
1	Métaux et minéraux	63	18,10	13,58
3	Pétrole et gaz	113	32,47	24,35
4	Papiers et produits forestiers	24	6,90	5,17
5	Produits de consommation	44	12,64	9,48
6	Produits industriels	71	20,40	15,30
7	Construction	23	6,61	4,96
8	Transports	10	2,87	2,16
	Sous-total, secteur manufacturier	348	100,00	75,00
	Secteur non manufacturier			
9	Pipelines	6	5,17	1,29
11	Communications	30	25,86	6,47
12	Services commerciaux	57	49,14	12,28
14	Sociétés de gestion	23	19,83	4,96
	Sous-total, secteur non manufacturier	116	100,00	25,00
Total, secteur manufacturier et non manufacturier		464		100,00
	Entreprises non comprises dans l'analyse			
2	Or	59		
10	Services publics	25		
13	Services financiers (banques)	65		
Échantillon total		613		

TABLEAU 3

NOMBRE D'ENTREPRISES DANS L'ENSEMBLE DE DONNÉES, 1978-1991

ANNÉE	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
1978	240	216	204	185	180	176	165	155	141	126	114	112	107	101
1979		236	218	196	190	183	172	162	148	132	120	117	112	106
1980			241	215	207	197	182	169	153	138	124	121	117	111
1981				249	234	218	200	182	161	144	129	125	121	116
1982					247	228	208	188	167	148	129	124	120	115
1983						247	225	198	176	156	137	129	124	120
1984							250	219	194	173	152	142	137	131
1985								243	210	189	166	156	150	141
1986									249	223	194	183	173	159
1987										254	220	206	195	176
1988											257	237	221	196
1989												262	245	218
1990													260	232
1991														264

NOTA : Les rangées indiquent les années de départ, tandis que les colonnes indiquent les années d'observation.

l'ensemble de données qui figuraient sur la liste en l'année *i* et continuaient d'en faire partie en l'année *j*. Le tableau 3 indique aussi que l'ensemble de données comprend au moins 236 entreprises et au plus 264 sociétés (voir les nombres dans la diagonale) pour chacune des années.

MÉTHODOLOGIE

PUISQUE NOTRE ÉTUDE fait appel tant à des données comptables qu'à des données boursières, nous avons adopté deux démarches complètement différentes dans notre analyse du rendement des entreprises.

MESURES DE RENDEMENT FONDÉES SUR DES DONNÉES BOURSIÈRES

AFIN D'ANALYSER LE RENDEMENT DES ENTREPRISES en fonction de leur différence sur le plan du degré de contrôle, nous avons fait appel à une approche fondée sur un regroupement de portefeuille. Plus précisément, au début de chaque période, toutes les entreprises ont d'abord été classifiées par ordre croissant de « contrôle » selon leur valeur de fin d'année de l'année précédente. Elles ont ensuite été réparties en quatre groupes représentant quatre quartiles. À l'intérieur de chaque groupe, nous avons calculé le rendement de portefeuille de deux façons – premièrement, en pondérant les rendements de façon égale et, deuxièmement, en pondérant les rendements d'après la capitalisation boursière des entreprises[7]. Dans chacun des cas, nous avons mis à jour les portefeuilles sur une base annuelle en utilisant les données de propriété et de capitalisation boursière au 31 décembre de chaque année et nous avons fait les calculs de façon distincte pour les secteurs manufacturier et non manufacturier. Le tableau 4 fait état de cette procédure fondée sur des regroupements de portefeuille.

TABLEAU 4

FORMATION DE PORTEFEUILLE ET MÉTHODE DE CALCUL DES RENDEMENTS

VARIABLE DE FORMATION DE PORTEFEUILLE	PONDÉRATION DES RENDEMENTS DE PORTEFEUILLES SELON LA VARIABLE 1	PONDÉRATION DES RENDEMENTS DE PORTEFEUILLES SELON LA VARIABLE 2	GROUPES SECTORIELS
Contrôle	Égale	Taille	Secteur manufacturier Secteur non manufacturier

Puisque notre analyse du rapport entre le contrôle et le rendement repose sur la technique du portefeuille, nous avons fait appel à l'indice bien connu de Sharpe pour comparer le rendement relatif. L'indice de Sharpe utilise le rapport entre les rendements moyens et l'écart-type correspondant comme indicateur de rendement. Le degré de signification de l'indice de rendement de portefeuille de Sharpe fut calculé à l'aide du test de Jobson et Korkie (1986)[8]. De plus, nous avons aussi effectué des tests paramétriques et non paramétriques afin de vérifier le nombre de mois et le montant relatif selon lesquels un portefeuille donné en a surpassé un autre.

Mesures de rendement fondées sur des données comptables

Tel qu'indiqué plus haut au tableau 1, plusieurs études antérieures des mesures de rendement sont fondées sur des données comptables. Afin de faciliter les comparaisons, nous avons tenté d'évaluer le rendement des entreprises de notre échantillon en se fondant sur huit des mesures les plus communément utilisées : rotation des actifs, marge brute, rendement sur les actifs, rendement sur les capitaux propres, ratio d'endettement, dépenses en capital par rapport aux actifs fixes nets, couverture de l'intérêt et rapport de la valeur au marché à la valeur comptable. Cette dernière mesure peut servir d'indicateur approximatif du ratio Q de Tobin. Par suite de contraintes au niveau de la disponibilité de données et afin d'assurer une homogénéité à l'intérieur des groupes, nous n'avons effectué cette analyse que pour les années 1988 à 1991 et pour notre sous-échantillon des entreprises manufacturières[9].

Résultats

Résultats globaux des portefeuilles – Données boursières

Afin de donner une vue d'ensemble des différences possibles entre les deux secteurs, nous présentons les résultats globaux des portefeuilles sectoriels au tableau 5, avant de passer à la présentation des ventilations détaillées. Le volet A du tableau fait état de la richesse cumulative fondée sur des révisions annuelles de chacun des trois barèmes de pondération des portefeuilles : pondération égale, pondération selon le contrôle et pondération selon la taille. La dernière colonne présente les valeurs annuelles comparables du TSE 300[10].

Ces résultats indiquent que les deux secteurs affichaient des rendements considérablement différents : le niveau de richesse généré par le portefeuille du secteur non manufacturier, sans égard au barème de pondération, est plus élevé que celui du portefeuille du secteur manufacturier. De plus, le risque systématique du portefeuille non manufacturier est plus faible que celui du portefeuille du secteur manufacturier. Le volet C du tableau (fondé sur le pourcentage du

rendement moyen) indique que le niveau de rendement plus élevé des entreprises manufacturières est attribuable à un rendement considérablement plus soutenu pendant les années du milieu de la période, 1982-1986. Un examen des rendements à l'intérieur des secteurs montre l'incidence de la variable de pondération. Dans le secteur manufacturier, le portefeuille pondéré selon la taille affiche un rendement supérieur à celui du portefeuille à pondération égale, ce qui indique que, en se fondant sur la totalité de la période 1978-1991, les grandes entreprises ont connu un rendement supérieur à celui des petites entreprises de ce secteur. Toutefois, l'inverse s'applique au secteur non manufacturier. Une comparaison entre le portefeuille à pondération selon le contrôle et le portefeuille à pondération égale indique que le premier a affiché un rendement inférieur au second, ce qui indique qu'une stratégie de portefeuille axée sur des placements dans des entreprises manufacturières et fondée sur le niveau relatif du contrôle se serait traduite par des rendements inférieurs à ceux d'une stratégie de portefeuille reposant sur une pondération égale ou une pondération selon la taille. Les résultats pour le secteur non manufacturier sont exactement à l'opposé. Ces résultats, présentés sans aucun test statistique, indiquent que, s'il y a un rapport positif entre le contrôle et le rendement, il est probable qu'il existe pour les entreprises du secteur non manufacturier et non pour celles du secteur manufacturier. Toutefois, il faudrait aussi souligner que, en se fondant sur l'analyse de la sous-période présentée au volet C du tableau 5, le rapport n'est pas constant pour toutes les périodes. Par conséquent, si l'on peut tirer une conclusion de ces résultats globaux, c'est qu'il semble y avoir un rapport positif (dans le temps) et instable entre le contrôle et le rendement dans le secteur non manufacturier seulement.

Le volet B du tableau 5 fait état de la signification statistique des écarts entre les rendements de portefeuille et le TSE 300. Au volet C figurent le rendement moyen, l'écart-type et les valeurs de la mesure de Sharpe et des tests JK-Z correspondants fondés sur les rendements mensuels de chaque portefeuille par rapport à l'indice TSE 300 pour chacune des sous-périodes. Bien qu'il n'y ait aucun rendement nettement supérieur des portefeuilles par rapport au TSE 300 sur l'ensemble de la période (volet B), le rendement pendant certaines sous-périodes (volet C) est dans certains cas supérieur (ou inférieur) à celui du TSE 300.

Résultats des portefeuilles fondés sur le « contrôle » – Données boursières

Le tableau 6 indique les références aux tableaux qui correspondent aux modes de calcul décrits dans le tableau 4. Les tableaux 7 à 10 présentent les renseignements pour diverses stratégies de formation de portefeuille en utilisant la même présentation que celle du tableau 5.

TABLEAU 5

RÉSULTATS GLOBAUX EN MATIÈRE DE RICHESSE CUMULATIVE

VOLET A

Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans les portefeuilles globaux des entreprises manufacturières et non manufacturières, fondés sur des mises à jour annuelles. Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans l'indice du TSE 300.

	PONDÉRATION ÉGALE		PONDÉRATION SELON LE CONTRÔLE		PONDÉRATION SELON LA TAILLE		VALEURS COMPARABLES DU TSE 300
ANNÉE	MFR	NON	MFR	NON	MFR	NON	
1977	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1978	1,39	1,39	1,42	1,43	1,35	1,31	1,29
1979	2,28	1,61	2,28	1,59	2,20	1,53	1,88
1980	3,20	2,32	3,17	2,19	2,90	2,13	2,44
1981	2,71	2,12	2,90	1,89	2,80	1,95	2,20
1982	2,66	2,57	2,79	2,33	2,57	2,23	2,32
1983	3,46	4,21	3,72	3,83	3,50	3,68	3,14
1984	3,08	4,29	3,26	3,83	3,22	3,65	3,06
1985	3,47	6,57	3,73	5,96	3,75	5,29	3,83
1986	3,50	7,71	3,70	7,24	4,11	6,44	4,17
1987	3,83	7,57	4,00	7,44	4,41	6,21	4,41
1988	4,28	9,97	4,72	9,78	4,90	7,90	4,90
1989	4,71	10,64	5,18	10,30	5,64	8,73	5,95
1990	3,55	6,87	3,89	6,21	4,75	6,50	5,07
1991	3,70	7,76	4,14	7,11	5,15	7,11	5,68

VOLET B

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

Rendement moyen (%)	0,97	1,36	1,01	1,34	1,23	1,33	1,17
Écart-type (%)	6,07	5,38	6,12	5,94	6,12	5,66	5,07
Rendement excédentaire (%)	0,05	0,44	0,09	0,42	0,34	0,41	0,25
Écart-type (%)	6,11	5,44	6,17	5,99	6,16	5,71	5,13
Sharpe	0,01	0,08	0,01	0,07	0,06	0,07	0,05
JK-Z	0,09	1,37	-0,82	0,38	1,36	0,43	0,00
Bêta	1,07	0,80	1,02	0,83	1,09	0,87	1,00

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

TABLEAU 5 (FIN)

VOLET C

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

	PONDÉRATION ÉGALE		PONDÉRATION SELON LE CONTRÔLE		PONDÉRATION SELON LA TAILLE		VALEURS COMPARABLES DU TSE 300
1978-1981	MFR	NON	MFR	NON	MFR	NON	
Rendement moyen (%)	0,97	1,36	1,01	1,34	1,23	1,33	1,17
Écart-type (%)	6,07	5,38	6,12	5,94	6,12	5,66	5,07
Rendement excédentaire (%)	0,05	0,44	0,09	0,42	0,34	0,41	0,25
Écart-type (%)	6,11	5,44	6,17	5,99	6,16	5,71	5,13
Sharpe	0,01	0,08	0,01	0,07	0,06	0,07	0,05
JK-Z	0,09	1,37	-0,82	0,38	1,36	0,43	0,00
Bêta	1,07	0,80	1,02	0,83	1,09	0,87	1,00
1978-1981							
Rendement moyen (%)	2,33	1,69	2,45	1,45	2,38	1,53	1,83
Écart-type (%)	6,88	5,08	6,68	5,41	7,38	5,61	5,92
Rendement excédentaire (%)	1,27	0,63	1,39	0,39	1,32	0,47	0,77
Écart-type (%)	6,99	5,21	6,79	5,53	7,46	5,72	6,03
Sharpe	0,18	0,12	0,20	0,07	0,18	0,08	0,13
JK-Z	2,25**	-0,11	2,41**	-0,26	1,52	-0,93	0,00
Bêta	1,11	0,68	1,03	0,69	1,13	0,76	1,00
1982-1986							
Rendement moyen (%)	0,49	2,26	0,47	2,36	0,83	2,14	1,18
Écart-type (%)	5,74	5,09	5,88	5,56	5,93	5,55	4,69
Rendement excédentaire (%)	-0,38	1,39	-0,39	1,48	-0,04	1,27	0,31
Écart-type (%)	5,78	5,13	5,91	5,68	5,97	5,58	4,70
Sharpe	-0,07	0,27	-0,07	0,26	-0,01	0,23	0,07
JK-Z	-3,13**	3,37**	-2,73**	3,06**	-1,71	2,74	0,00
Bêta	1,05	0,76	1,01	0,80	1,08	0,85	1,00
1987-1991							
Rendement moyen (%)	0,35	0,21	0,38	0,24	0,49	0,35	0,64
Écart-type (%)	5,52	6,00	5,72	6,44	5,58	5,70	4,74
Rendement excédentaire (%)	-0,50	-0,64	-0,46	-0,61	-0,37	-0,50	-0,22
Écart-type (%)	5,55	6,03	5,75	6,48	5,60	5,72	4,76
Sharpe	-0,09	-0,11	-0,08	-0,09	-0,07	0,09	-0,05
JK-Z	-1,18	-1,16	-0,78	-0,91	-0,58	-0,90	30,00
Bêta	1,02	0,98	1,00	1,03	1,06	1,00	1,00

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

TABLEAU 6

RAPPORT DES DIVERSES STRATÉGIES DE PORTEFEUILLE PRÉSENTÉES DANS LES TABLEAUX 7 À 10

VARIABLE DE FORMATION DE PORTEFEUILLE	PONDÉRATION DES RENDEMENTS DE PORTEFEUILLES SELON LA VARIABLE 1	PONDÉRATION DES RENDEMENTS DE PORTEFEUILLES SELON LA VARIABLE 2
Contrôle	Égale Secteur manufacturier (tableau 7) Secteur non manufacturier (tableau 9)	Taille Secteur manufacturier (tableau 8) Secteur non manufacturier (tableau 10)

Le tableau 7 fait état des résultats de portefeuilles créés à la suite de mises à jour annuelles (1 an), pour les sociétés faisant partie du secteur manufacturier (MFR); ces portefeuilles sont assemblés en utilisant le contrôle comme variable de formation de portefeuille (CTRL) et les rendements de portefeuilles sont calculés en employant des rendements à pondération égale. Tous les tableaux contiennent donc des résultats regroupés selon la périodicité des mises à jour pour le secteur concerné, suivis de la variable de formation de portefeuille et de la variable utilisée pour pondérer les rendements des entreprises individuelles. De plus, chaque tableau possède trois volets semblables à ceux du tableau 5. Ceux-ci donnent un aperçu des valeurs des indices de richesse annuels de chacun des quatre portefeuilles (volet A); les résultats des tests JK-Z pour toute la période (volet B); ainsi que les résultats pour les sous-périodes (volet C). Collectivement, les tableaux 7 à 10 nous permettent de tirer des conclusions sur le rapport entre le contrôle des sociétés et le rendement pour les actionnaires.

Entreprises manufacturières

Les tableaux 7 et 8 présentent les résultats en matière de rendement pour les portefeuilles fondés sur le contrôle pour des entreprises du secteur manufacturier. L'examen du volet A de ces tableaux révèle que, à mesure que le contrôle augmente, le rendement a d'abord tendance à diminuer, puis à atteindre un sommet et, enfin, à demeurer presque au même niveau (pondération égale) ou à diminuer légèrement (pondération selon la taille). Par conséquent, une stratégie de placement dans des entreprises manufacturières à contrôle plus concentré mais à pondération égale aurait généré un niveau de richesse plus élevé pour l'investisseur; les rendements annuels moyens sont les plus élevés pour le portefeuille 3 qui, en fait, a surclassé le TSE 300. Le volet B des tableaux indique que le portefeuille 3 a surclassé tous les autres portefeuilles selon les résultats du test JK-Z pour l'ensemble de la période.

TABLEAU 7

ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES MANUFACTURIÈRES, PONDÉRATION ÉGALE (ANNÉE 1, MFR, CTRL, ÉGALE)

VOLET A

Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans des portefeuilles globaux d'entreprises manufacturières, fondés sur des mises à jour annuelles. Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans l'indice du TSE 300.

Année	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
1977	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1978	1,35	1,42	1,45	1,38	1,39
1979	2,19	2,35	2,37	2,20	2,28
1980	3,01	3,33	3,32	2,96	3,20
1981	2,28	2,54	3,09	2,98	2,71
1982	2,17	2,25	3,05	2,92	2,66
1983	2,61	2,90	4,21	4,04	3,46
1984	2,07	2,53	3,61	3,69	3,08
1985	2,37	3,08	4,36	4,03	3,47
1986	2,30	2,60	4,96	3,96	3,50
1987	2,35	2,73	5,72	4,30	3,83
1988	2,71	3,05	6,76	5,32	4,28
1989	2,97	3,40	7,80	5,56	4,71
1990	2,61	2,51	5,94	4,01	3,55
1991	2,79	2,32	6,36	4,56	3,70

VOLET B

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
Rendement moyen (%)	0,82	0,71	1,28	1,07	0,97
Écart-type (%)	6,46	6,34	5,86	5,61	6,07
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,10	-0,21	0,36	0,15	0,05
Écart-type (%)	6,51	6,39	5,91	5,66	6,11
Sharpe	-0,01	-0,03	0,06	0,03	0,01
JK-Z	-0,60	-1,09	1,78**	0,55	0,08
Bêta	1,15	1,11	1,05	0,96	1,07

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

Malheureusement, comme l'indique le volet C des tableaux, le rendement supérieur ou inférieur à la moyenne est fonction des sous-périodes. À l'instar des résultats globaux, la plupart des cas de rendement supérieur à la moyenne

TABLEAU 7 (FIN)

VOLET C

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

1978-1981	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
Rendement moyen (%)	2,03	2,24	2,58	2,49	2,33
Écart-type (%)	7,70	7,41	6,43	6,06	6,97
Rendement excédentaire moyen (%)	0,96	1,17	1,52	1,42	1,27
Écart-type (%)	7,81	7,54	6,55	6,16	7,07
Sharpe	0,12	0,16	0,23	0,23	0,18
JK-Z	-0,15	1,34	4,41**	4,06**	1,95**
Bêta	1,24	1,20	1,03	0,96	1,11
1982-1986					
Rendement moyen (%)	0,20	0,21	0,96	0,61	0,49
Écart-type (%)	6,11	5,83	5,88	5,20	5,74
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,68	-0,66	0,08	-0,27	-0,38
Écart-type (%)	6,14	5,87	5,93	5,24	5,78
Sharpe	-0,11	-0,11	0,01	-0,05	-0,07
JK-Z	-4,00**	-4,37**	-1,46	-2,52**	-3,13**
Bêta	1,09	1,07	1,12	0,91	1,05
1987-1991					
Rendement moyen (%)	0,49	-0,02	0,56	0,39	0,34
Écart-type (%)	5,66	5,76	5,24	5,53	5,66
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,37	-0,88	-0,30	-0,47	-0,51
Écart-type (%)	5,68	5,79	5,27	5,57	5,69
Sharpe	-0,06	-0,15	-0,06	-0,08	-0,09
JK-Z	-0,60	-2,42**	-0,30	-0,95	-1,08
Bêta	1,08	1,01	0,99	1,00	1,02

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

dans ce secteur se sont produits pendant la période de 1978 à 1981. Toutefois, le portefeuille 3 était toujours celui qui affichait le meilleur rendement parmi les portefeuilles à l'étude.

TABLEAU 8

ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES MANUFACTURIÈRES, PONDÉRATION SELON LA TAILLE (ANNÉE 1, MFR, CTRL, TAILLE)

VOLET A

Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans des portefeuilles pondérés selon la taille des entreprises manufacturières, fondés sur des mises à jour annuelles d'après une classification des entreprises en fonction du contrôle.

Année	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
1977	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1978	1,33	1,42	1,42	1,24	1,35
1979	1,98	2,34	2,38	2,10	2,20
1980	2,47	3,51	3,37	2,26	2,90
1981	1,93	3,44	3,42	2,41	2,80
1982	1,94	2,10	3,67	2,55	2,57
1983	2,67	3,01	4,75	3,57	3,50
1984	2,39	2,90	4,17	3,40	3,22
1985	2,89	3,66	4,64	3,79	3,75
1986	3,11	3,99	5,22	4,10	4,11
1987	3,84	3,67	5,90	4,24	4,41
1988	4,57	4,05	6,05	4,94	4,90
1989	5,16	5,15	7,20	5,03	5,64
1990	4,51	4,52	6,40	3,57	4,75
1991	4,26	4,85	7,96	3,54	5,15

VOLET B

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
Rendement moyen (%)	1,06	1,16	1,45	0,93	1,23
Écart-type (%)	6,27	6,50	6,52	5,95	6,12
Rendement excédentaire moyen (%)	0,14	0,24	0,53	0,01	0,34
Écart-type (%)	6,32	6,54	6,55	5,97	6,16
Sharpe	0,02	0,04	0,08	0,00	0,06
JK-Z	0,63	0,82	2,27**	0,00	1,36
Bêta	1,15	1,11	1,06	0,97	1,09

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

TABLEAU 8 (FIN)

VOLET C

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

1978-1981	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur manufacturier
Rendement moyen (%)	1,63	2,93	2,87	2,08	2,38
Écart-type (%)	7,14	8,07	7,55	6,83	7,38
Rendement excédentaire moyen (%)	0,57	1,87	1,81	1,02	1,32
Écart-type (%)	7,26	8,15	7,64	6,89	7,46
Sharpe	0,08	0,23	0,24	0,15	0,18
JK-Z	-2,12**	3,88**	3,06**	0,51	1,52
Bêta	1,15	1,27	1,13	0,98	1,13
1982-1986					
Rendement moyen (%)	0,96	0,43	0,89	1,05	0,83
Écart-type (%)	5,71	6,12	6,23	5,77	5,93
Rendement excédentaire moyen (%)	0,08	-0,44	0,02	0,18	-0,04
Écart-type (%)	5,74	6,19	6,26	5,80	5,97
Sharpe	0,01	-0,07	0,00	0,03	-0,01
JK-Z	-1,67**	-2,59**	-1,72**	-0,78	-1,71**
Bêta	1,11	1,00	1,17	1,02	1,08
1987-1991					
Rendement moyen (%)	0,72	0,47	0,88	-0,10	0,49
Écart-type (%)	6,15	5,16	5,81	5,23	5,58
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,14	-0,39	0,03	-0,96	-0,37
Écart-type (%)	6,17	5,16	5,84	5,26	5,60
Sharpe	-0,02	-0,08	0,00	-0,18	-0,07
JK-Z	0,77	-0,97	-1,95**	-3,24**	-0,58
Bêta	1,18	0,99	1,15	0,94	1,06

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

Entreprises non manufacturières

Dans les tableaux 9 et 10, on présente le rapport entre le contrôle et le rendement pour les entreprises non manufacturières. Des résultats semblables sont aussi obtenus dans ce cas-ci : le portefeuille 3 affiche un rendement supérieur

TABLEAU 9

ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES NON MANUFACTURIÈRES, PONDÉRATION ÉGALE (ANNÉE 1, MFR, CTRL, ÉGALE)

VOLET A

Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans des portefeuilles à pondération égale des entreprises non manufacturières, fondés sur des mises à jour annuelles d'après une classification des entreprises en fonction du contrôle.

Année	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
1977	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1978	1,42	1,20	1,55	1,38	1,39
1979	1,73	1,39	1,86	1,45	1,61
1980	2,59	2,32	2,39	1,93	2,32
1981	2,76	1,95	2,17	1,60	2,12
1982	3,34	2,20	2,58	2,15	2,57
1983	5,42	3,34	4,70	3,33	4,21
1984	5,73	3,66	4,38	3,24	4,29
1985	8,39	5,92	6,89	4,80	6,57
1986	9,34	6,43	9,50	5,29	7,71
1987	8,17	6,00	10,64	5,24	7,57
1988	11,32	7,42	14,19	6,72	9,97
1989	13,29	7,51	14,07	7,45	10,64
1990	9,04	4,61	8,98	5,30	6,87
1991	9,66	5,92	9,24	6,34	7,76

VOLET B

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\,300}$); coefficient bêta.

	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
Rendement moyen (%)	1,49	1,21	1,50	1,25	1,36
Écart-type (%)	5,09	5,33	5,78	5,35	5,38
Rendement excédentaire moyen (%)	0,57	0,29	0,58	0,33	0,44
Écart-type (%)	5,13	5,39	5,85	5,40	5,44
Sharpe	0,11	0,05	0,10	0,06	0,08
JK-Z	1,83**	0,90	1,81**	1,08	1,37
Bêta	0,65	0,71	0,88	0,88	0,80

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

mais c'est aussi le cas du portefeuille 1. Par conséquent, le rapport dans ce cas-ci est moins linéaire que celui observé pour le secteur manufacturier. Une

TABLEAU 9 (FIN)

VOLET C

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

1978-1981	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
Rendement moyen (%)	2,26	1,52	1,76	1,13	1,69
Écart-type (%)	4,87	5,03	5,13	5,41	5,08
Rendement excédentaire moyen (%)	1,19	0,46	0,70	0,07	0,63
Écart-type (%)	4,98	5,15	5,27	5,53	5,21
Sharpe	0,24	0,09	0,13	0,01	0,12
JK-Z	1,96**	-0,76	0,11	-2,49**	-0,11
Bêta	0,60	0,67	0,69	0,76	0,68
1982-1986					
Rendement moyen (%)	2,15	2,13	2,64	2,11	2,16
Écart-type (%)	4,62	4,93	5,62	4,56	5,09
Rendement excédentaire moyen (%)	1,28	1,25	1,77	1,24	1,39
Écart-type (%)	4,66	4,96	5,69	4,58	5,13
Sharpe	0,27	0,25	0,31	0,27	0,27
JK-Z	3,40**	3,55**	4,30**	3,09**	3,37**
Bêta	0,68	0,81	0,89	0,62	0,76
1987-1991					
Rendement moyen (%)	0,21	0,03	0,15	0,49	0,21
Écart-type (%)	5,53	5,80	6,22	5,96	6,00
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,64	-0,82	-0,70	-0,37	-0,64
Écart-type (%)	5,55	5,85	6,26	5,99	6,03
Sharpe	-0,12	-0,14	-0,11	-0,06	-0,11
JK-Z	-1,30	-1,75**	-1,46	-0,36	-1,16
Bêta	0,88	0,92	1,08	1,06	0,98

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

impression visuelle des tableaux indique que, à mesure que le contrôle diminue (en passant d'une propriété dispersée vers une participation plus restreinte), le rendement diminue dans ce secteur; il augmente par la suite à mesure que le contrôle s'accroît, mais il diminue ou demeure constant à des niveaux de contrôle plus élevés. À l'instar de ce qu'on a pu observer pour le secteur non manufacturier, le rendement relatif varie aussi selon les sous-périodes.

TABLEAU 10

ÉCHANTILLON DES ENTREPRISES NON MANUFACTURIÈRES, PONDÉRATION SELON LA TAILLE (ANNÉE 1, MFR, CTRL, TAILLE)

VOLET A

Croissance d'un placement cumulatif de 1 $ dans des portefeuilles pondérés selon la taille des entreprises non manufacturières, fondés sur des mises à jour annuelles d'après une classification des entreprises en fonction du contrôle.

Année	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
1977	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
1978	1,24	1,11	1,48	1,40	1,31
1979	1,54	1,29	1,84	1,43	1,53
1980	2,22	2,25	2,11	1,92	2,13
1981	2,27	2,03	1,97	1,51	1,95
1982	2,71	2,41	2,10	1,67	2,23
1983	4,19	3,58	4,35	2,61	3,68
1984	3,89	4,02	3,98	3,71	3,65
1985	5,33	6,20	5,83	3,79	5,29
1986	6,25	7,02	8,12	4,36	6,44
1987	5,53	6,29	9,00	4,03	6,21
1988	7,27	8,65	10,65	5,04	7,90
1989	9,29	8,66	11,14	5,84	8,73
1990	6,92	6,27	8,05	4,76	6,50
1991	7,53	7,41	8,25	5,25	7,11

VOLET B

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
Rendement moyen (%)	1,34	1,35	1,46	1,15	1,33
Écart-type (%)	5,28	5,55	6,24	5,55	5,66
Rendement excédentaire moyen (%)	0,42	0,43	0,53	0,22	0,41
Écart-type (%)	5,32	5,60	6,31	5,61	5,71
Sharpe	0,08	0,08	0,09	0,04	0,07
JK-Z	0,53	0,55	0,80	-0,17	0,43
Bêta	0,73	0,84	1,01	0,87	0,87

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

TABLEAU 10 (FIN)

VOLET C

Rendements mensuels moyens et écarts-types; rendements excédentaires mensuels et écarts-types; indice de Sharpe et test JK-Z ($H_0 : Sh_{PTF} = Sh_{TSE\ 300}$); coefficient bêta.

1978-1981	Portefeuille 1	Portefeuille 2	Portefeuille 3	Portefeuille 4	Secteur non manufacturier
Rendement moyen (%)	1,86	1,63	1,59	1,02	1,53
Écart-type (%)	5,33	5,59	5,86	5,80	5,61
Rendement excédentaire moyen (%)	0,80	0,57	0,53	-0,04	0,47
Écart-type (%)	5,42	5,69	5,97	5,93	5,72
Sharpe	0,15	0,10	0,09	-0,01	0,08
JK-Z	0,39	-0,48	-0,88	-3,11**	-0,93
Bêta	0,68	0,70	0,83	0,83	0,76
1982-1986					
Rendement moyen (%)	1,84	2,21	2,60	1,92	2,14
Écart-type (%)	5,38	4,94	6,67	5,14	5,55
Rendement excédentaire moyen (%)	0,96	1,33	1,73	1,04	1,27
Écart-type (%)	5,41	4,95	6,73	5,18	5,58
Sharpee	0,18	0,27	0,26	0,20	0,23
JK-Z	1,62	3,88**	3,58**	2,38**	2,74**
Bêta	0,68	0,81	1,09	0,80	0,85
1987-1991					
Rendement moyen (%)	0,44	0,28	0,21	0,48	0,35
Écart-type (%)	5,12	6,01	5,98	5,76	5,70
Rendement excédentaire moyen (%)	-0,41	-0,58	-0,64	-0,37	-0,50
Écart-type (%)	5,14	6,05	6,01	5,78	5,72
Sharpe	-0,08	-0,10	-0,11	-0,06	-0,09
JK-Z	-0,65	-1,06	-1,88**	-0,40	-0,93
Bêta	0,83	1,03	1,14	1,00	1,00

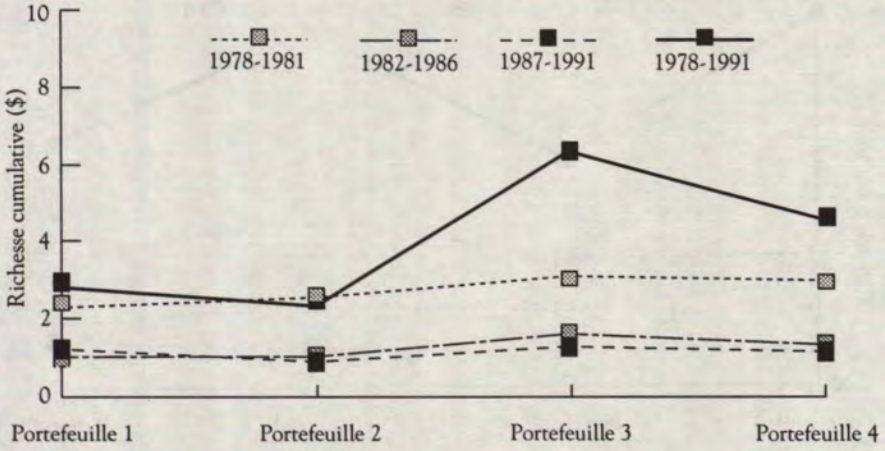
NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

La figure 3 illustre la richesse cumulative de chacun des portefeuilles des tableaux 7 à 10 pour la totalité de la période, de même que pour les trois sous-périodes. La figure 3 permet aussi d'observer l'écart entre les deux secteurs sur l'ensemble de la période. Il est intéressant de comparer la forme des courbes pour les quatre tracés de la figure 3. Bien que les formes individuelles varient, une impression visuelle révèle que le portefeuille du troisième quartile a

FIGURE 3

VALEUR D'UNE SOMME DE 1 $ RÉINVESTIE DE FAÇON CUMULATIVE DANS DIVERS PORTEFEUILLES

SECTEUR MANUFACTURIER, CONTRÔLE, PONDÉRATION ÉGALE



SECTEUR MANUFACTURIER, CONTRÔLE, PONDÉRATION SELON LA TAILLE

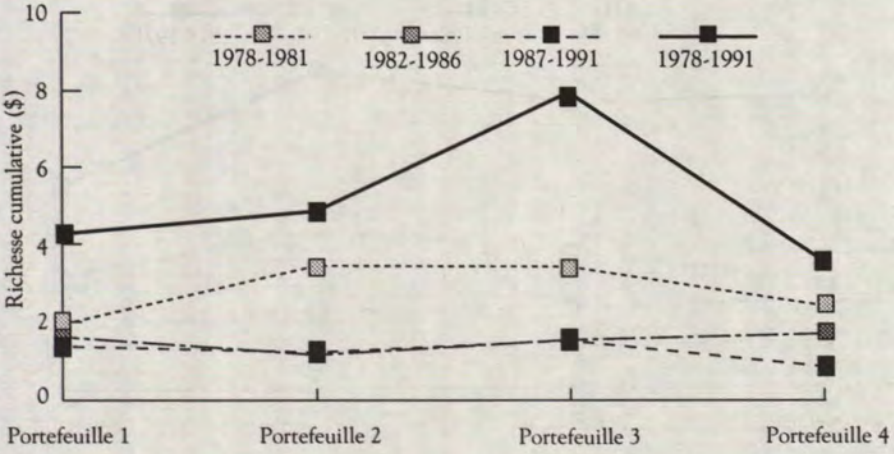
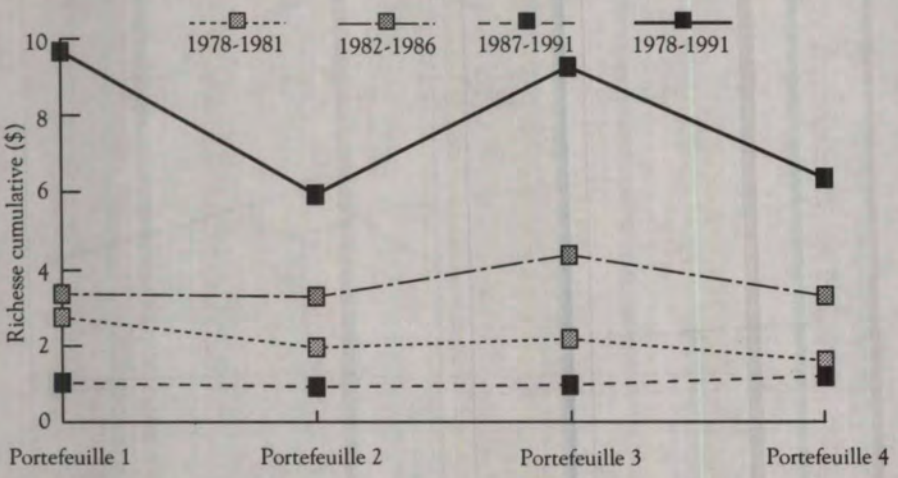


FIGURE 3 (FIN)

SECTEUR NON MANUFACTURIER, CONTRÔLE, PONDÉRATION ÉGALE



SECTEUR NON MANUFACTURIER, CONTRÔLE, PONDÉRATION SELON LA TAILLE

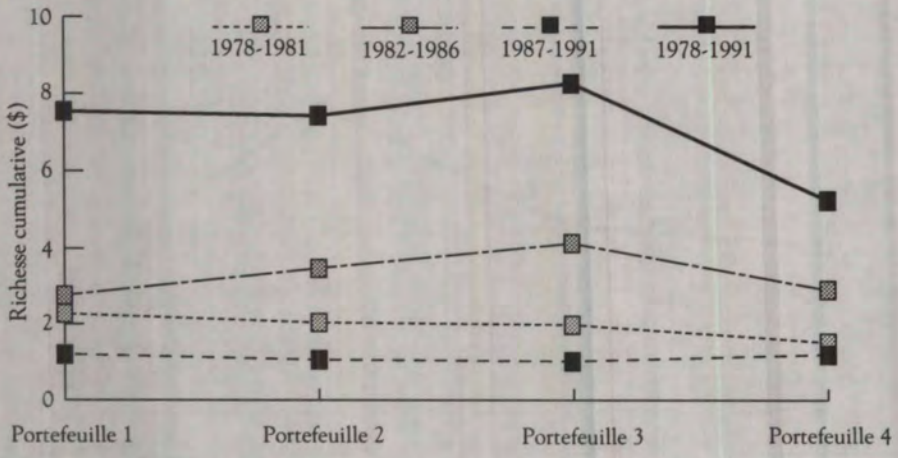
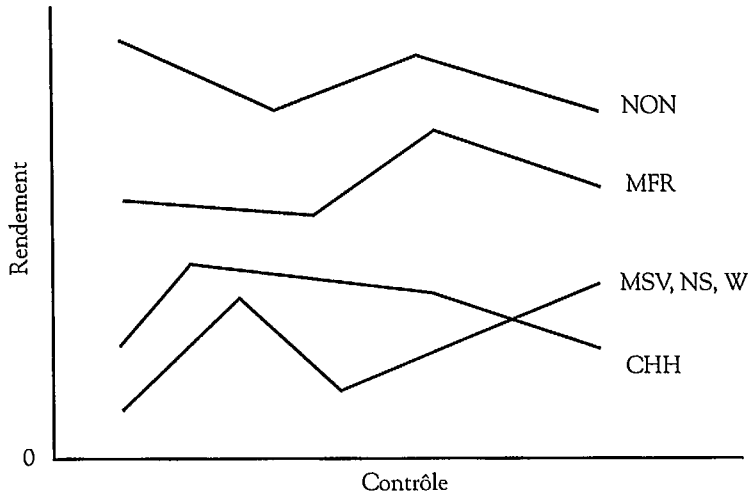


FIGURE 4

RENDEMENT ET CONTRÔLE/PROPRIÉTÉ



NOTA : Cette figure illustre le rapport entre le rendement et le contrôle/propriété, établi dans des études antérieures et observé dans la présente étude.
CHH Chen, Hexter et Hu (1990)
MSV Morck, Schleifer et Vishny (1988)
NS Neun et Santerre (1986)
W Wruck (1989)
MFR Entreprises manufacturières
NON Entreprises non manufacturières

généralement un rendement supérieur à celui des autres quartiles et que les portefeuilles du deuxième et du quatrième quartiles ont un rendement inférieur à celui du premier et du troisième quartile en termes relatifs. Cette évolution est plus prononcée dans le secteur non manufacturier que dans celui de la fabrication. Ces résultats contredisent les rapports généraux que l'on obtient à l'aide d'une analyse en « coupe instantanée » du rendement comptable et de la structure de propriété. La figure 4 illustre l'évolution de notre rapport global pour l'ensemble de la période comparativement à ceux qu'on trouve dans d'autres études (comme l'indique la figure 2). Bien que nos définitions de la propriété et du rendement soient très différentes de celles utilisées dans d'autres études, nos résultats remettent en question la validité d'une analyse en coupe instantanée du rapport entre les variables de rendement et de contrôle. Nos résultats indiquent plutôt que, du point de vue d'un investisseur, il est préférable d'investir dans un portefeuille diversifié de sociétés à contrôle disséminé ou à contrôle concentré et d'éviter les investissements dans des entreprises à

faible contrôle ou à contrôle très élevé. Ces résultats s'inscrivent quelque peu dans le sens de ceux de Chen, Hexter et Hue, qui ont observé une légère baisse de rendement pour le portefeuille dans la catégorie de propriété la plus élevée.

TESTS NON PARAMÉTRIQUES ET TESTS DES ÉCARTS JUMELÉS

EN PLUS DES TESTS JK-Z, nous avons effectué des tests fondés sur les écarts de rendement des portefeuilles. Premièrement, le test non paramétrique (test des proportions) permet de comparer le nombre de fois que les rendements mensuels du portefeuille *i* était supérieur à celui du portefeuille *j*. Bien que ce test ne vise pas à vérifier le degré de signification économique, il permet d'obtenir des renseignements supplémentaires sur la nature du rapport. Deuxièmement, le test paramétrique des écarts consiste simplement à soustraire, dans le cadre d'une comparaison par paires, les rendements du portefeuille *j* de ceux du portefeuille *i* pour chacun des mois et de déterminer si ces écarts sont statistiquement significatifs. Le tableau 11 contient les résultats de ces tests pour les portefeuilles décrits dans les tableaux 7 à 10. Les résultats sont mitigés dans le meilleur des cas. Les tests paramétriques et non paramétriques indiquent que, d'un mois à l'autre, aucun portefeuille ne domine de façon soutenue le portefeuille jumelé. Ces résultats indiquent non seulement que le nombre de fois qu'un portefeuille en domine un autre est presque aléatoire, mais aussi que les écarts de rendement sont aléatoires. Le signe obtenu est conforme aux résultats qui apparaissent dans les tableaux 7 à 10.

RÉSULTATS DU RENDEMENT FONDÉ SUR DES MESURES COMPTABLES – SECTEUR MANUFACTURIER

LA PRÉSENTE SECTION VISE DEUX OBJECTIFS : premièrement, servir de complément aux résultats fondés sur l'analyse du marché boursier et, deuxièmement, fournir une base de comparaison avec d'autres études fondées sur des mesures comptables[11]. Comme on l'a souligné plus haut, nous employons huit mesures comptables usuelles pour comparer des entreprises qui possèdent des degrés de contrôle différents. Pour chacune de ces huit mesures, nous présentons au tableau 12 les valeurs respectives des moyennes et des médianes pour les quatre quartiles au cours de la période 1988 à 1991.

Plusieurs observations s'imposent à la lumière de ces résultats. Premièrement, il y a un écart appréciable entre les moyennes et les médianes pour chacun des ratios; par conséquent, l'interprétation de ces résultats doit se faire avec prudence. Deuxièmement, bien que les valeurs moyennes du portefeuille 1 soient uniformément plus élevées que celles du portefeuille 4, on n'observe aucune tendance systématique à la hausse ou à la baisse pour les entreprises faisant partie des portefeuilles 2 et 3. De plus, pour les entreprises comprises

dans les portefeuilles 1 et 4, les conclusions qui se dégagent des valeurs médianes sont à l'opposé de celles indiquées par les moyennes. D'après les résultats fondés sur les médianes, il n'y a véritablement pas de tendance systématique que l'on peut observer entre les quatre années et entre les quatre portefeuilles. Une analyse statistique plus poussée permet aussi de confirmer cette impression visuelle. Dans le tableau 13, nous présentons, pour les deux portefeuilles extrêmes (les portefeuilles 1 et 4), la classification des moyennes pour chacune des mesures et pour chacune des années, les valeurs du test Z de Mann-Whitney visant à déceler les écarts significatifs au niveau de la classification et les valeurs

TABLEAU 11

AUTRES RÉSULTATS PARAMÉTRIQUES ET NON PARAMÉTRIQUES

Résultats non paramétriques : la proportion du nombre de fois que le rendement mensuel de $R_{it} > R_{jt}$ au cours de la période allant de janvier 1978 à décembre 1991 (N = 168), la proportion q étant égale à 1 - p, et le test t pour l'hypothèse nulle Ho: $p_i > p_j$.

H_0:	P2 > P1	P3 > P2	P4 > P3	H_0:	P2 > P1	P3 > P2	P4 > P3
MFR, CTRL, ÉGALE				MFR, CTRL, TAILLE			
p	0,48	0,57	0,47	p	0,59	0,52	0,45
q	0,52	0,43	0,53	q	0,41	0,48	0,55
t	-0,61	1,71**	-0,77	t	2,35**	0,30	-1,39
NON MFR, CTRL, ÉGALE				NON MFR, CTRL, TAILLE			
p	0,46	0,50	0,49	p	0,52	0,53	0,49
q	0,54	0,50	0,51	q	0,48	0,47	0,51
t	-1,08	0,00	-0,30	t	0,31	0,77	-0,15

Résultats paramétriques : l'écart entre les rendements moyens ($\mu_i - \mu_j$) de deux portefeuilles (P_i, et P_j), l'écart-type (σ) de l'écart entre les rendements moyens des portefeuilles et le test t pour l'hypothèse $H_0 : \mu_i = \mu_j$.

	P2 , P1	P3 , P2	P4 , P3		P2 , P1	P3 , P2	P4 , P3
MFR, CTRL, ÉGALE				MFR, CTRL, TAILLE			
$\mu_i-\mu_j$	-0,11	0,57	-0,21	$\mu_i-\mu_j$	0,09	0,29	-0,52
σ	0,69	0,66	0,62	σ	0,69	0,71	0,68
t	-0,16	0,86	-0,34	t	0,13	0,41	-0,76
NON MFR, CTRL, ÉGALE				NON MFR, CTRL, TAILLE			
$\mu_i-\mu_j$	-0,28	0,29	-0,24	$\mu_i-\mu_j$	0,00	0,10	-0,31
σ	0,56	0,60	0,60	σ	0,59	0,64	0,64
t	-0,49	0,48	-0,41	t	0,00	0,16	-0,48

NOTA : ** Statistiquement significatif au seuil de 1 p. 100.

TABLEAU 12

MESURES DE RENDEMENT FONDÉES SUR DES MESURES COMPTABLES

ANNÉE	MESURE DE RENDEMENT	PTF1 CONTRÔLE FAIBLE, PTF4 CONTRÔLE ÉLEVÉ, VALEURS MOYENNES				PTF1 CONTRÔLE FAIBLE, PTF4 CONTRÔLE ÉLEVÉ, VALEURS MÉDIANES			
		PTF1	PTF2	PTF3	PTF4	PTF1	PTF2	PTF3	PTF4
1991	Rotation des actifs	0,78	0,85	0,71	0,84	0,69	0,53	0,60	0,71
	Marge brute	0,11	0,06	0,02	0,04	0,04	0,03	0,06	0,02
	Rendement sur les actifs	-0,02	0,03	0,00	0,03	0,02	0,04	0,02	0,02
	Rendement sur les capitaux propres	-0,17	-0,19	-0,15	0,00	-0,01	0,01	-0,01	0,00
	Ratio d'endettement	1,15	1,61	0,92	1,39	0,72	0,69	0,68	0,38
	Dépenses en capital/AFN	-0,25	-0,12	-0,11	-0,14	0,17	0,11	0,09	0,12
	Couverture de l'intérêt	1,20	1,43	2,24	6,11	1,14	1,18	1,18	0,91
	Valeur au marché/valeur comptable	1,51	1,28	1,35	1,60	1,45	1,24	1,17	1,15
1990	Rotation des actifs	0,72	0,90	0,81	0,91	0,77	0,69	0,65	0,71
	Marge brute	-0,10	0,10	0,07	0,09	0,10	0,09	0,09	0,08
	Rendement sur les actifs	0,02	0,06	0,04	0,06	0,06	0,07	0,05	0,04
	Rendement sur les capitaux propres	-0,01	0,11	0,04	0,08	0,10	0,14	0,08	0,04
	Ratio d'endettement	0,77	1,13	0,89	1,75	0,60	0,56	0,40	0,41
	Dépenses en capital/AFN	-0,29	-0,16	-0,15	-0,15	0,20	0,15	0,15	0,14
	Couverture de l'intérêt	1,82	2,57	1,08	7,21	2,32	2,39	1,78	1,12
	Valeur au marché/valeur comptable	1,29	1,12	1,14	1,35	1,30	1,16	1,06	1,22

TABLEAU 12 (FIN)

ANNÉE	MESURE DE RENDEMENT	PTF1 CONTRÔLE FAIBLE, PTF4 CONTRÔLE ÉLEVÉ, VALEURS MOYENNES PTF1	PTF2	PTF3	PTF4	PTF1 CONTRÔLE FAIBLE, PTF4 CONTRÔLE ÉLEVÉ, VALEURS MÉDIANES PTF1	PTF2	PTF3	PTF4
1989	Rotation des actifs	0,70	0,87	0,89	0,85	0,64	0,64	0,78	0,65
	Marge brute	0,15	0,15	0,12	0,17	0,15	0,11	0,11	0,14
	Rendement sur les actifs	0,08	0,08	0,08	0,10	0,07	0,07	0,08	0,08
	Rendement sur les capitaux propres	0,18	0,22	0,18	0,27	0,17	0,18	0,24	0,20
	Ratio d'endettement	0,60	1,00	0,86	1,64	0,42	0,73	0,41	0,36
	Dépenses en capital/AFN	-0,17	-0,16	-0,21	-0,19	0,17	0,15	0,16	0,18
	Couverture de l'intérêt	5,00	7,90	6,34	10,84	2,94	3,79	4,47	3,82
	Valeur au marché/valeur comptable	1,54	1,42	1,39	1,54	1,40	1,25	1,24	1,54
1988	Rotation des actifs	0,95	0,75	0,92	0,94	0,88	0,65	0,79	0,74
	Marge brute	0,13	0,16	0,05	0,20	0,09	0,13	0,14	0,17
	Rendement sur les actifs	0,10	0,10	0,08	0,13	0,09	0,07	0,09	0,11
	Rendement sur les capitaux propres	0,35	0,27	0,19	0,36	0,24	0,19	0,22	0,30
	Ratio d'endettement	0,77	0,83	0,64	2,02	0,43	0,74	0,44	0,29
	Dépenses en capital/AFN	-0,20	-0,21	-0,18	-0,17	0,17	0,20	0,16	0,19
	Couverture de l'intérêt	6,14	15,48	8,31	12,85	3,64	4,32	6,17	8,87
	Valeur au marché/valeur comptable	1,76	1,51	1,54	1,76	1,59	1,40	1,33	1,62

TABLEAU 13

CLASSEMENT SELON DES MESURES DE RENDEMENT FONDÉES SUR DES DONNÉES COMPTABLES : PORTEFEUILLES 1 (FAIBLE CONTRÔLE) ET 4 (CONTRÔLE ÉLEVÉ)

ANNÉE	MESURE DE RENDEMENT	CLASSEMENT MOYEN PTF1	CLASSEMENT MOYEN PTF4	MANN-WHITNEY Z	K-S Z
1991	Rotation des actifs	27,48	28,50	-0,23	0,72
	Marge brute	28,89	27,14	-0,40	0,58
	Rendement sur les actifs	28,00	28,00	0,00	0,51
	Rendement sur les capitaux propres	28,26	27,75	-0,11	0,65
	Ratio d'endettement	23,91	31,95	-1,86	1,55
	Dépenses en capital/AFN	31,46	23,82	-1,78	0,92
	Couverture de l'intérêt	24,74	26,15	-0,34	0,62
	Valeur au marché/valeur comptable	27,59	28,39	-0,18	0,75
1990	Rotation des actifs	27,39	25,79	-0,37	0,56
	Marge brute	25,26	27,48	-0,52	0,61
	Rendement sur les actifs	26,13	26,79	-0,15	0,84
	Rendement sur les capitaux propres	26,96	26,14	-0,19	0,81
	Ratio d'endettement	24,65	27,97	-0,78	0,69
	Dépenses en capital/AFN	31,86	21,55	-2,45	1,55
	Couverture de l'intérêt	24,68	25,26	-0,14	0,78
	Valeur au marché/valeur comptable	26,61	26,41	-0,04	0,76
1989	Rotation des actifs	22,72	24,00	-0,31	0,57
	Marge brute	24,56	22,82	-0,46	0,81
	Rendement sur les actifs	24,72	22,71	-0,49	0,70
	Rendement sur les capitaux propres	26,33	21,68	-1,14	0,76
	Ratio d'endettement	21,78	24,61	-0,69	0,56
	Dépenses en capital/AFN	22,76	23,14	-0,09	0,38
	Couverture de l'intérêt	25,47	20,63	-1,21	0,71
	Valeur au marché/valeur comptable	23,89	23,25	-0,15	0,59
1988	Rotation des actifs	18,75	20,87	-0,57	0,56
	Marge brute	23,44	17,61	-1,57	0,11
	Rendement sur les actifs	22,38	18,35	-1,08	0,27
	Rendement sur les capitaux propres	22,00	18,61	-0,91	0,36
	Ratio d'endettement	15,91	22,85	-1,87	0,06
	Dépenses en capital/AFN	21,67	18,09	-0,97	0,33
	Couverture de l'intérêt	21,07	17,59	-0,95	0,33
	Valeur au marché/valeur comptable	21,06	19,26	-0,48	0,62

du test Z de Kolmogorov-Smirnov servant à déterminer les écarts significatifs au niveau de la répartition dans chacun des cas. Le seul indicateur de rendement qui affiche un écart statistiquement différent est le rapport entre les dépenses de capital et les actifs fixes nets et cette conclusion ne s'applique qu'à

l'année 1990. Par conséquent, ces résultats sont conformes à ceux obtenus à partir des indicateurs boursiers que nous avons décrits plus haut. L'absence d'écarts statistiquement significatifs entre les entreprises calculés en se fondant sur le rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable indique aussi que des conclusions semblables auraient pu être obtenus en employant les valeurs du ratio Q de Tobin. Par conséquent, nous pouvons conclure, à partir de ces mesures comptables, qu'il n'y a aucun rapport systématique entre le rendement d'une entreprise et son degré de contrôle.

RÉSUMÉ, LIMITES ET CONCLUSIONS

NOTRE ÉTUDE AVAIT POUR OBJET PRINCIPAL de présenter une analyse empirique de la question du contrôle et du rendement de l'entreprise dans le contexte canadien. À cette fin, nous avons utilisé tant des mesures comptables que des mesures fondées sur le marché boursier.

Une critique justifiée de notre emploi de mesures de rendement fondées sur des données boursières et de nos conclusions tirées de cette analyse consisterait à soutenir que les rendements du marché boursier ne donnent peut-être pas une représentation juste du rendement d'une société. Selon cet argument, il est possible que les prix sur le marché boursier au début de notre période d'analyse tenaient déjà compte des différences dans le contexte entourant la régie interne d'une entreprise. Une fois cette capitalisation prise en compte, les actionnaires reçoivent un rendement normal qui ne peut être influencé que par des données nouvelles ou des événements imprévus. Ce n'est que si le taux d'arrivée de données et d'événements imprévus influait différemment sur un ensemble de sociétés (à propriété dispersée) que sur un autre (à capital fermé) que nous serions en mesure de déceler des différences dans les mesures de rendement fondées sur le marché boursier. Et même si des différences se manifestaient, elles ne pourraient pas être attribuées à la question du contrôle et du rendement[12].

Cette critique peut ne pas être entièrement justifiée pour deux raisons. Premièrement, en plus d'analyser le rendement du marché boursier, nous avons aussi examiné des indicateurs de rendement fondés sur des mesures comptables (pour un sous-ensemble d'entreprises), y compris une mesure qui se rapproche étroitement du ratio Q de Tobin. Ces résultats étaient compatibles avec ceux fondés sur les données boursières pour la période considérée. Deuxièmement, il est difficile de croire qu'au cours d'une période de temps aussi longue, les intervenants du marché boursier n'afficheraient aucune préférence à l'égard de la structure de régie d'entreprise et n'influeraient en aucune façon sur les rendements attendus si la structure de régie des sociétés était jugée importante pour déterminer le niveau de rendement différent. Nos résultats sont compatibles avec la notion que d'autres mécanismes interviennent pour atténuer les problèmes de mandant et de mandataire. Les différences en matière de contrôle sont de moindre importance à cause de l'efficacité des

règles de divulgation et d'autres mécanismes. En conséquence, des différences sur le plan de la propriété ne doivent pas être associées à des niveaux différents de rendement; des divergences individuelles au chapitre des procédures de fonctionnement et d'autres facteurs peuvent avoir une importance plus grande.

La présente analyse nous permet de tirer des conclusions assez fermes en se fondant sur les résultats globaux et les tests statistiques connexes. Premièrement, il est manifeste que le rapport entre le contrôle et le rendement sur le marché boursier est fonction du secteur industriel, le secteur non manufacturier étant plus sensible aux effets du contrôle que ne l'est le secteur de la fabrication. Dans le secteur manufacturier, il aurait été préférable pour un investisseur de faire des placements tout simplement dans de grandes entreprises manufacturières canadiennes, dont le rendement a été supérieur à celui du portefeuille de l'ensemble du secteur manufacturier. Il n'y avait que peu ou pas d'avantage à investir dans des titres en se fondant sur le degré de contrôle d'une entreprise à l'intérieur de ce secteur ou d'un groupe d'entreprises de taille précise. Toutefois, dans le secteur non manufacturier, un placement fondé sur le degré de contrôle comporte des répercussions sur le plan du rendement. Deuxièmement, le rapport entre le contrôle et le rendement sur le marché boursier n'est pas compatible avec les résultats obtenus dans des études en coupe instantanée effectuées antérieurement aux États-Unis. Par exemple, les sociétés comprises dans le troisième quartile ont un rendement supérieur aux autres entreprises du secteur non manufacturier[13]. Troisièmement, des indicateurs fondés sur des mesures comptables ne permettent pas d'isoler des divergences au chapitre du rendement des entreprises fondées sur le degré de contrôle connexe, que ce soit pour une année donnée ou pour la totalité de la période. Dans l'ensemble, sur le plan statistique, aucun de nos résultats ne fait état de différences systématiques entre les sociétés à propriété dispersée et celles à capital fermé qui sont comprises dans le TSE 300.

Notre cadre de recherche comporte plusieurs limites qui exercent une influence manifeste sur le caractère comparable de nos résultats avec ceux d'études antérieures et sur nos conclusions. Parmi celles-ci figurent des questions relatives à la définition du contrôle, le choix de notre échantillon, puisqu'il se limite strictement à des entreprises comprises dans le TSE 300, la méthodologie empirique et sa robustesse, notre méthode arbitraire de répartition des actions en deux groupes sectoriels, la nature de la propriété institutionnelle au Canada, l'absence d'attention accordée à l'identité du propriétaire qui contrôle l'entreprise (étranger, fondateur, société, famille) et notre répartition quelque peu arbitraire de l'échantillon en quartiles.

Il est possible qu'une méthodologie de recherche plus rigoureuse – reposant sur des définitions plus précises du contrôle ou sur un échantillon plus vaste qui comprendrait des entreprises autres que celles incluses dans le TSE 300 – pourrait donner des résultats différents. Il se peut aussi qu'une meilleure définition du contrôle ou de la propriété, ou une mesure « quantitative » de la régie d'entreprise (fondée, par exemple, sur le rapport entre les administrateurs

indépendants et les initiés au conseil d'administration) soient nécessaires pour évaluer l'incidence de la régie interne sur le rendement d'une société. Il se peut aussi que les structures de régie d'entreprises (par l'intermédiaire du conseil d'administration) soient telles que les caractéristiques de la propriété de l'entreprise ne soient pas pertinentes. Une possibilité que nous envisageons actuellement est celle d'évaluer le rendement des entreprises qui ont soit des actions comportant un double régime de droit de vote ou uniquement des actions à droit de vote restreint dans les mains du public[14].

Nonobstant ces limites, nos résultats indiquent qu'il faut entreprendre beaucoup plus de travaux de recherche à caractère longitudinal avant de pouvoir tirer des conclusions définitives sur le rapport général entre le contrôle, la régie d'entreprise et le rendement des sociétés. De plus, il faut considérer avec beaucoup de prudence toute affirmation catégorique au sujet du rapport entre le contrôle et le rendement, fondée sur les conclusions de la recherche empirique existante.

Ces résultats peuvent aussi donner à penser que le contexte de la régie d'entreprise a remarquablement bien réussi au Canada; l'utilisation du « contrôle » comme seule caractéristique distinctive entre les entreprises ne semble pas jouer un rôle important sur le plan du rendement des sociétés. S'il existe un tel contexte, que l'on peut caractériser par une meilleure surveillance, des règles de divulgation plus poussées (mais économiques) pour les entreprises dont les actions sont échangées sur le marché boursier, une présence vigilante en matière de recherche sur les institutions et les placements, un conseil d'administration très fonctionnel pour chaque société et un cadre de politiques qui fait en sorte que les investisseurs disposent de renseignements pertinents et à jour, il se peut alors que le degré effectif de contrôle d'une société publique par des initiés et des gestionnaires internes cesse de faire l'objet d'un débat public. Du point de vue des politiques, il ne faudrait pas mettre l'accent sur le degré de propriété des entreprises dont les actions sont échangées sur les marchés boursiers, mais il faudrait plutôt viser à ce que le contexte global de la régie d'entreprise offre les mécanismes nécessaires pour assurer un comportement discipliné de la part des propriétaires internes et des gestionnaires.

NOTES

1 Il s'agit des coûts payés par le mandataire afin de garantir au mandant qu'il évitera de poser certains gestes qui seraient préjudiciables aux intérêts du mandant.

2 L'équivalent en dollars d'une réduction de bien-être que connaît le mandant par suite de la divergence entre les décisions du mandataire et celles qui permettraient de maximiser les intérêts du mandant.

3 Comme Jensen et Ruback (1983) le font valoir, la propriété d'actions n'est pas la seule façon d'harmoniser les intérêts des gestionnaires à ceux des actionnaires. Le rendement moins que satisfaisant d'une équipe de gestion entraînera soit son remplacement par une équipe plus performante ou une offre publique d'achat qui aboutira éventuellement au remplacement des gestionnaires. Cette notion de discipline externe a pour effet d'inciter les gestionnaires à toujours agir dans le meilleur intérêt des propriétaires.

4 Vance a conclu que le revenu net était corrélé positivement avec la participation des administrateurs au capital-actions (des sociétés inscrites à la Bourse de New York [NYSE] et à la Bourse américaine [AMEX]). De même, Pfeffer fait état d'un rapport positif entre la participation des gestionnaires au capital-actions et le rendement sur les capitaux propres ainsi que la marge bénéficiaire nette. À l'aide de la technique de l'analyse de la variance, Kim et Lyn (1988) ont examiné le rapport entre la propriété d'actions d'une entreprise par des initiés et le ratio Q de Tobin de l'entreprise en question. Ils ont conclu que le ratio Q augmentait à mesure que le niveau de propriété par des initiés s'intensifiait.

5 Dans leur étude, Morck et Stangeland comparent les écarts sur le plan du rendement entre les sociétés canadiennes et américaines, de même que les différences entre le type de contrôle (contrôle exercé par des héritiers par opposition au contrôle exercé par des gestionnaires spécialisés). Ils n'examinent pas le rendement des entreprises canadiennes du point de vue des actionnaires. Ils répartissent les entreprises en deux groupes : les sociétés à capital fermé (définies comme étant les entreprises dont 20 p. 100 ou plus des actions sont détenues par un actionnaire principal) et les sociétés à propriété dispersée (toutes les autres sociétés).

6 Il n'y a aucune justification véritable pour un tel regroupement arbitraire, sauf le fait de supposer que des investisseurs externes puissent être dans une meilleure position pour évaluer les actifs matériels d'une entreprise manufacturière par opposition aux actifs non matériels d'une entreprise non manufacturière (qui quittent les lieux à 17 h). Par conséquent, le degré d'information asymétrique peut être différent dans ces deux groupes et l'on peut donc s'attendre à trouver un rapport différent entre le contrôle et le rendement.

7 Dans une version antérieure de cette étude, nous avons aussi utilisé une pondération fondée sur le contrôle à l'intérieur d'un système de pondération fondé sur la taille. Puisque notre étude s'intéresse avant tout aux questions de contrôle et de propriété et que les résultats obtenus à l'aide de ce système complexe de pondération n'ajoutent rien de plus à l'analyse, nous ne présentons pas ces résultats ici pour des raisons de concision.

8 Voir Kryzanowski et Zhang (1992). L'indice de Sharpe se calcule à l'aide de la formule suivante : $\phi_i = \mu i / \sigma i$, dans laquelle mi est le rendement excédentaire moyen sur le portefeuille *i*, et si est l'erreur type estimé du rende-

ment excédentaire du portefeuille i. Le test statistique Jobson-Korkie appliqué à l'indice de Sharpe est le suivant : $Z_{iv} = \hat{A}_{iv} / \sqrt{\theta_{iv}}$, dans laquelle $\hat{A}_{iv}$ est l'estimation pour l'échantillon de l'écart transformé entre les indices de Sharpe des portefeuilles i et v, et θ_{iv} est l'estimation de la variance de $\hat{A}_{iv}$.

9 À cause de la diversité des entreprises comprises dans notre échantillon non manufacturier, il est impossible de faire des comparaisons valables à l'intérieur de l'échantillon. Par conséquent, nous faisons état seulement des résultats pour le secteur manufacturier. Soulignons aussi que notre échantillon « comptable » contient un nombre légèrement moins élevé de sociétés que celui de notre échantillon du « marché boursier », principalement à cause d'un manque de données.

10 Soulignons que le TSE 300 comprend aussi des secteurs qui ne figurent pas dans le secteur de la fabrication ou le secteur non manufacturier, notamment les banques et les entreprises de services publics.

11 On pourrait soutenir que les mesures fondées sur le marché boursier expliquent surtout les écarts de valeur, au lieu des niveaux des valeurs. S'il en est ainsi, les mesures de rendement fondées sur des données comptables pourraient permettre de déceler des écarts systématiques sur le plan des niveaux, en se fondant sur des mesures comme le ratio entre la valeur au marché et la valeur comptable.

12 Nous remercions Randall Morck de nous avoir encouragé à approfondir cette question. Nous avons tenu compte largement de ses suggestions très utiles.

13 Il faut considérer cette conclusion avec prudence. Dans la plupart des études effectuées aux États-Unis, l'entreprise étroitement contrôlée peut n'avoir qu'une proportion de 30 p. 100 de ses actions détenues par des initiés; ce n'est pas le cas au Canada. Par conséquent, nos résultats comprennent un éventail de contrôle beaucoup plus vaste que ne le font les études américaines.

14 Il y a au moins 40 entreprises inscrites à la Bourse de Toronto qui possèdent une structure de propriété constituée d'actions comportant un double régime de droit de vote et un autre groupe de 100 sociétés qui n'ont que des actions à droit de vote restreint. À l'heure actuelle, nous sommes en voie d'analyser leur rendement par rapport à leurs homologues dans l'industrie.

REMERCIEMENTS

NOUS DÉSIRONS REMERCIER A. Srivastava, W. Lawson, P. Halpern et R. Morck pour les commentaires utiles qu'ils nous ont offerts, ainsi que le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada et la Fondation canadienne de recherche financière pour l'appui financier qu'ils nous ont consenti. La présente étude s'inspire en partie de la thèse de maîtrise en gestion que Ajit Tulpule a présentée à l'École de Commerce de l'Université Carleton.

BIBLIOGRAPHIE

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

Chen H., L. Hexter et M. Hue, « Ownership Structure and Firm Performance: Some New Evidence », deuxième rencontre de la Northern Finance Association, Montréal, Canada, 1990.

Demsetz, H., « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, p. 375-390.

Demsetz H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1155-1177.

Fama, E. « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, 1980, p. 288-307.

Hart, O., « The Market Mechanism as an Incentive Scheme », *The Bell Journal of Economics*, vol. 14, 1983, p. 366-382.

Holderness, C. G. et D. P. Sheehan, « Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting », *Journal of Financial Economics*, vol. 30, 1991, p. 325-346.

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

Jensen M. et R. Ruback, « The Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983, p. 5-50.

Jensen, M. et J. Warner, « The Distribution of Power Among Corporate Managers, Shareholders, and Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 3-24.

Jobson, J. D. et B. M. Korkie, « Performance Hypothesis Testing with the Sharpe & Treynor Measure », *Journal of Finance*, 1986, p. 889-908.

Jog, V. et H. Schaller, « Concentrated Ownership and Market Value of the Firm », Document de travail, Université Carleton, 1989.

Kim, W. et E. Lyn, « Excess Market Value, Market Power, and Inside Ownership Structure », *Review of Industrial Organization*, vol. 3, 1988, p. 1-25.

Kryzanowski, L. et H. Zhang, « The Contrarian Investment Strategy does not Work in Canadian Markets », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, 1992, p. 383-396.

McConnell, J. et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 293-315.

Morck, R., A. Schleifer et R. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293-315.

Morck, R. et D. Stangeland, « Corporate Performance and Large Shareholders », document présenté lors de la sixième conférence de la Northern Financial Association, Vancouver, septembre 1994.

Muellar, D., *Profits in the Long Run*, Cambridge University Press, Cambridge, 1986.

Neun, S. et R. Santerre, « Dominant Stock Ownership and Profitability », *Managerial and Decision Economics*, vol. 7, 1986, p. 207-210.

Oswald, S. et J. Jahera, « The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study », *Strategic Management Journal*, vol. 12, 1991, p. 321-326.

Pfeffer, J., « Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment », *Administrative Science Quarterly*, vol. 17, 1972, p. 218-228.

Schleifer, A. et R. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 1986, p. 461-488.

Stiglitz, J., « Credit Markets and the Control of Capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, nº 2, 1985, p. 133-152.

Stulz, R. « Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 25-54.

Vance, S. C., *Board of Directors: Structure and Performance*, University of Oregon Press, Portland, 1964.

Wruck, K. « Equity Ownership Concentration and Private Value: Evidence for Private Equity Financing », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, 1989, p. 3-28.

David A. Stangeland
Faculté de commerce
Université du Manitoba

Commentaire sur la deuxième partie
Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord

DANS LEUR ÉTUDE, RAO ET LEE-SING présentent essentiellement une compilation générale de plusieurs indicateurs de structures de régie, de prise de décision et de rendement des entreprises. Leur étude est importante à deux égards. Premièrement, les auteurs déterminent plusieurs caractéristiques propres aux entreprises canadiennes et ils les comparent à celles des entreprises américaines. Deuxièmement, l'étude constitue une première tentative visant à évaluer certains rapports entre ces caractéristiques, fournissant ainsi une toile de fond aux études qui suivent.

Parmi les caractéristiques des sociétés canadiennes qui diffèrent de celles de leurs homologues américaines, trois méritent d'être soulignées. Deux d'entre elles se rapportent aux attributs généraux des entreprises : la taille et l'industrie à laquelle elles appartiennent. La troisième a trait à une divergence sur le plan des structures de régie – la concentration de la propriété.

La taille des entreprises américaines est généralement plus importante que celle des sociétés canadiennes. Les valeurs absolues et les proportions relatives indiquent qu'on compte un plus grand nombre d'entreprises aux États-Unis qu'au Canada dans la catégorie des entreprises les plus grandes. Par ailleurs, un nombre plus élevé de sociétés (en termes relatifs) au Canada qu'aux États-Unis se retrouve dans la catégorie des entreprises les plus petites. Le chiffre d'affaires total des entreprises américaines a été près de 10 fois supérieur à celui des sociétés canadiennes pendant la période étudiée. Tous ces résultats sont compatibles avec une économie dont la taille est environ 10 fois supérieure à celle de l'économie canadienne.

Une comparaison indique aussi que la répartition des entreprises entre les industries n'est pas la même au Canada qu'aux États-Unis. Les deux pays ont des proportions semblables d'entreprises dans les industries du commerce de détail, des transports, de la fabrication à forte intensité de main-d'œuvre, de la construction, de l'agriculture, des forêts et de la pêche, et des finances. Mais on observe des différences majeures au niveau des industries des mines, des services et de la fabrication à haute technicité. Le nombre de sociétés dans les industries de services et de la fabrication à haute technicité est moins élevé au

Canada qu'aux États-Unis; par contre, le nombre d'entreprises dans le secteur minier est beaucoup plus élevé au Canada qu'aux États-Unis.

La différence la plus frappante entre les deux pays se situe probablement au niveau de la concentration de la propriété des entreprises. Plus de 75 p. 100 des sociétés dans l'échantillon canadien possèdent un actionnaire principal (ou un petit groupe d'actionnaires) qui contrôle 20 p. 100 ou plus des actions de l'entreprise. Le chiffre comparable aux États-Unis est de moins de 60 p. 100. Plus de 50 p. 100 des sociétés dans l'échantillon canadien ont un actionnaire majoritaire, comparativement à moins de 25 p. 100 dans l'échantillon américain. Les différences sur le plan des structures de propriété entre les entreprises canadiennes et américaines sont aussi plus prononcées dans le cas des sociétés de la taille la plus élevée.

Ce qui rend ces différences si importantes, c'est le fait que, si on les ignore, on observera peut-être des corrélations factices entre d'autres variables et on les interprétera peut-être à tort comme étant des rapports de cause à effet. Par exemple, Rao et Lee-Sing démontrent que la variable de concentration de la propriété est très différente selon l'industrie et la tranche de taille auxquelles une entreprise appartient. Ils font aussi état de différences importantes entre les entreprises canadiennes et américaines au niveau de la répartition industrielle et de la taille des sociétés. Dans ce dernier cas, l'ignorance de ces faits soulève le danger que l'on attribue des effets de prise de décision opérationnelle et de rendement à des divergences au niveau de la structure de propriété alors qu'ils sont attribuables en réalité à rien de plus que des caractéristiques différentes sur le plan de la taille et de la branche industrielle. L'explication de divergences en matière de structure de propriété par des différences de rentabilité entre les entreprises canadiennes et américaines est un exemple de ce problème. Si l'on ignore les effets du secteur industriel, il pourrait sembler que des sociétés canadiennes dans des industries plus cycliques affichent des différences de rendement attribuables à leurs structures de propriété différentes, même s'il s'agit rien de plus que d'un rapport entre la rentabilité et la branche industrielle. Un problème semblable se produit dans le cas de la recherche et du développement. Comme il y a un nombre plus limité d'entreprises canadiennes dans les industries à haute technicité, les sociétés canadiennes ont des dépenses moins élevées en R-D. Si l'on ignore les différences sur le plan de la branche industrielle, on pourrait conclure que les divergences au niveau des dépenses en R-D sont attribuables à des systèmes de régie d'entreprise différents.

La présence de corrélations factices comporte des conséquences sérieuses pour les décideurs. Si une politique repose sur de faux rapports, elle n'aura vraisemblablement pas les effets visés par les décideurs. Ainsi, en s'en tenant à l'exemple de la R-D, si l'on estime que le système canadien de régie d'entreprise est responsable de niveaux trop faibles de R-D, on pourrait soutenir qu'une politique d'allégements fiscaux en faveur de la R-D pourrait corriger le problème. Toutefois, si le niveau peu élevé de la R-D découle du fait que les

entreprises canadiennes sont sous-représentées dans les industries à forte intensité de R-D, une telle politique pourrait en fait déclencher un double problème. D'une part, il pourrait en résulter une réduction des recettes fiscales du gouvernement. D'autre part, cette politique pourrait provoquer un surinvestissement dans des projets de R-D dont les coûts ne seraient probablement pas récupérés (c'est-à-dire que la valeur actuelle nette de la R-D serait négative). En somme, des allégements fiscaux au titre de la R-D ne devraient être consentis que dans des industries où la R-D est véritablement trop faible. Si l'on utilise les entreprises américaines comme point de repère, il faut donc comparer des entreprises de la même industrie et de la même dimension dans les deux pays afin de déterminer avec précision les industries au Canada qui sont aux prises avec ce problème.

Dans leur analyse du rapport entre la régie d'entreprise et le fonctionnement des sociétés, Rao et Lee-Sing ont effectivement neutralisé pour tenir compte de la dimension et de la branche industrielle, et ils ont conclu que cette neutralisation était très importante. Les rapports entre la régie interne et le rendement sont moins manifestes. Certaines variables de régie d'entreprise affichent une corrélation significative avec les variables de rendement pour les sociétés américaines, mais les résultats sont plus faibles pour les entreprises canadiennes. Un prolongement intéressant de leurs travaux pourrait être de jumeler les entreprises selon l'industrie et la taille, et de vérifier ensuite si les variables de régie d'entreprise au Canada contribuent de façon significative à expliquer les écarts observés. Dans un document de travail récent (« Large Shareholders and Corporate Performance in Canada », Document de travail, le 23 mars 1995), Morck et Stangeland ont effectué une telle analyse avec un certain succès (en utilisant des jumelages au niveau de l'industrie) à partir d'un ensemble différent de variables de régie interne. De leur analyse, ils ont conclu que l'âge de l'entreprise était aussi une variable de contrôle importante.

En guise de conclusion, soulignons que l'analyse de Rao et Lee-Sing contient des renseignements de base valables sur les caractéristiques des sociétés canadiennes et sur les différences qu'elles affichent par rapport à leurs homologues américaines. Il faudra envisager et tenir compte de ces divergences dans des études futures visant à relier la régie d'entreprise à d'autres aspects du fonctionnement des sociétés. Enfin, la présente étude constitue une première tentative en vue d'analyser certains de ces rapports et elle peut servir de point de repère pour d'autres chercheurs.

Commentaire sur la deuxième partie
Contrôle et rendement : Données tirées du TSE 300

DANS LEUR ÉTUDE, JOG ET TULPULE évaluent l'incidence du contrôle et du type d'industrie pendant la période allant de 1978 à 1991. Ils analysent de quelle façon des différences au niveau de ces caractéristiques sont corrélées au rendement des actions et à des mesures de rendement fondées sur des indicateurs comptables.

Le rapport entre leur variable de contrôle et le rendement est ce qui nous intéresse avant tout. Par définition, le contrôle est le pourcentage du capital-actions en circulation d'une entreprise qui peut être échangé sur le marché boursier. Cette mesure donne un indice de la concentration de la propriété. Plus la proportion du capital-actions qui peut être échangée est élevée, moins la propriété est concentrée; plus la proportion du capital-actions qui peut être échangée est faible, plus la propriété est concentrée. On croit que la concentration de la propriété a une influence importante sur les conflits d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires. Dans le cas d'une faible concentration de la propriété (une entreprise à propriété dispersée), la haute direction détient peu ou pas d'actions, de sorte qu'elle a peu d'incitation à agir dans l'intérêt des actionnaires. À mesure que la concentration de la propriété augmente, un bloc d'actions plus important est détenu soit par la haute direction ou par un autre groupe. Dans l'un ou l'autre cas, la haute direction devrait normalement agir davantage dans l'intérêt des actionnaires à cause des actions qu'elle détient personnellement ou parce qu'elle fait l'objet d'une surveillance étroite de la part du détenteur d'un bloc important d'actions. Les effets positifs d'une concentration accrue de la propriété peuvent être annulés si une concentration élevée de la propriété permet à la haute direction de se retrancher.

Jog et Tulpule justifient l'inclusion d'une caractéristique selon le type d'industrie parce que certaines industries sont plus faciles à évaluer que d'autres et que les problèmes d'asymétrie de l'information y sont donc moins prononcés. Ils répartissent leur échantillon selon qu'il s'agit d'entreprises de fabrication ou non. Ils soutiennent que les entreprises manufacturières ont davantage d'actifs corporels, ce qui permet aux investisseurs de les évaluer plus facilement qu'il n'est possible de le faire pour des actifs immatériels (comme le capital humain) des entreprises non manufacturières. Comme les entreprises manufacturières ont des problèmes d'asymétrie de l'information moins nombreux, il est moins probable que la haute direction puisse se permettre d'avoir un comportement inférieur à l'optimum.

Quels sont les résultats empiriques de l'étude de Jog et Tulpule ? D'abord, les auteurs n'observent aucun rapport significatif entre les mesures comptables et les différentes caractéristiques des entreprises. Mais ils aboutissent à certaines observations intéressantes sur le rendement des actions. Ils ont

calculé des rendements plus élevés sur les actions d'entreprises dont les niveaux de concentration de propriété étaient modérément élevés, un effet plus prononcé pour les entreprises non manufacturières et des rapports instables au fil du temps.

Jog et Tulpule concluent que leurs résultats pour les sociétés canadiennes ne sont pas compatibles avec ceux de travaux de recherche antérieurs fondés sur une analyse en coupe instantanée (un point dans le temps). De plus, ils soutiennent qu'il faut considérer avec prudence les analyses fondées sur une seule période de temps car leurs données démontrent que le rapport n'est pas stable au fil du temps.

Cette conclusion au sujet de l'instabilité possible de rapports dans le temps semble être justifiée. À mesure que les intervenants dans l'économie se familiarisent avec les aspects de cause à effet des rapports, ils peuvent mettre au point divers types d'ententes contractuelles visant à améliorer l'efficience. Il est possible que des mesures sommaires comme la concentration de la propriété ne permettent pas de faire ressortir de façon manifeste la nature de ces nouvelles ententes.

Il est peut-être prématuré, à partir de l'analyse contenue dans la présente étude, de considérer les études antérieures comme étant désuètes. Premièrement, Jog et Tulpule utilisent des mesures différentes tant de la propriété que du rendement. Deuxièmement, l'interprétation de l'évolution anormale de leur variable de rendement n'est pas claire. Jog et Tulpule soutiennent que le rendement des marchés boursiers reflète la performance à long terme du point de vue de l'investisseur. Cette affirmation est juste. Mais, si les marchés sont quelque peu efficients, les effets de la concentration de la propriété devraient être déjà pris en compte dans les prix et le rendement des actions. Seules des variations imprévues dans la concentration de la propriété devraient donner lieu à des rendements anormaux. Si une structure constante donnée de concentration de la propriété devait donner des rendements anormaux à long terme, il faudrait y voir là un indice très révélateur que le marché ne fonctionne pas de façon efficiente. Jog et Tulpule n'analysent pas la question de l'efficience et ils n'examinent pas les changements observés au niveau de la propriété. Dans le meilleur des cas, on pourrait interpréter les données sur le rendement anormal de leurs divers portefeuilles comme étant un indice que certains portefeuilles ont donné plus de surprises positives tandis que d'autres ont produit plus de surprises négatives au cours de la période étudiée. Puisque les surprises sont des événements imprévus (autrement il ne s'agit pas de surprise), on ne devrait pas s'attendre à une répétition du phénomène. Cette situation est compatible avec l'instabilité au fil temps des résultats de Jog et Tulpule. En d'autres termes, les conclusions de la présente étude concernant le rendement ne contredisent pas les résultats d'autres études, puisqu'elle ne vise pas à évaluer le rapport entre le contrôle et le rendement. Pour déterminer si un tel rapport existe, Jog et Tulpule devraient examiner les changements au niveau du contrôle et déterminer de quelle façon ces changements influent sur les rendements.

En guise de conclusion, Jog et Tulpule affirment qu'ils n'ont décelé aucune différence systématique entre les entreprises à propriété dispersée et celles à capital fermé qui font partie du TSE 300. Les auteurs de la majorité des études portant sur le rapport entre le contrôle et le rendement ont utilisé une méthodologie fondée sur un seul point dans le temps ou sur des données en coupe instantanée. Jog et Tulpule mettent en relief le fait que ces rapports peuvent en fait évoluer au fil du temps. Il s'agit d'un aspect important que les décideurs doivent considérer car ils sont souvent tenus de prendre des décisions fondées sur des études désuètes.

Giovanni Barone-Adesi
Wharton School
Université de la Pennsylvanie

Commentaire sur la deuxième partie

LES ÉTUDES PRÉSENTÉES AU COURS DE CETTE SESSION mettent en relief les divergences entre les entreprises canadiennes et américaines dans les domaines qui se rattachent ordinairement à la régie interne et au rendement des entreprises. La plupart des travaux de recherche actuels des universitaires dans ce domaine visent à expliquer les tendances observées aux États-Unis. Il n'est donc pas étonnant de constater que les auteurs trouvent peu de fondement aux théories actuelles dans les marchés canadiens. Des différences entre les deux pays sur le plan des cadres réglementaire et juridique contribuent en bonne partie à expliquer ces résultats.

Sur le plan de la régie d'entreprise, le contrôle des sociétés par un seul actionnaire important se rencontre plus fréquemment au Canada qu'aux États-Unis. Il se peut toutefois qu'une simple comparaison des proportions d'actions détenues par les grands actionnaires canadiens et américains pour mesurer le degré de contrôle exercé par les cadres canadiens soit trop restrictive. En fait, les cadres canadiens sont beaucoup plus retranchés que leurs homologues américains pour plusieurs raisons : l'absence de recours collectif par les actionnaires dans le système judiciaire canadien, la difficulté de faire échec aux pilules empoisonnées et aux autres moyens de défense contre les prises de contrôle au Canada, et les clauses de protection dans les opérations d'acquisition de sociétés canadiennes qui ont tendance à être favorables aux petits actionnaires mais qui rendent aussi plus coûteux le transfert du contrôle des sociétés. L'utilisation généralisée des catégories multiples d'actions au Canada contribue à renforcer le retranchement des cadres canadiens. Les défenseurs des droits des actionnaires se font entendre à l'occasion même au Canada, mais ils ne semblent pas avoir une influence déterminante sur la prise de décision des sociétés.

Au chapitre de l'évaluation du rendement, il faut établir une distinction entre des mesures comptables et des mesures fondées sur le marché boursier pour évaluer le rendement des sociétés. Les mesures comptables du rendement permettent de suivre l'évolution du capital investi. Si la comptabilité était une science exacte, les mesures comptables seraient idéales pour évaluer l'efficacité des gestionnaires en matière de choix de projets rentables. Malheureusement, le nombre de règles nécessaires pour appliquer un système de comptabilité idéal a pour effet de laisser planer des doutes sur l'utilisation de mesures comptables, bien que les aspects ambigus des techniques comptables aient tendance à se résoudre au cours de périodes de temps prolongées.

Des mesures de rendement fondées sur les cours des actions sont faciles à calculer et elles sont aussi fiables. Toutefois, ces mesures ne peuvent pas être utilisées pour mesurer le rendement des gestionnaires en termes absolus; elles ne sont qu'un indicateur relatif des attentes du marché. Le rendement attendu d'un excellent gestionnaire se reflétera dans les prix des actions de son entreprise et seuls les écarts imprévus seront captés par l'évolution future des cours des actions.

En pratique, des mesures fondées sur le rendement des actions sont des indicateurs qui sont utiles pour établir la valeur de nouveaux renseignements (tels que des offres publiques d'achat) et pour porter un jugement sur des questions connexes, comme la valeur du contrôle des sociétés. Toutefois, des mesures fondées sur le cours des actions ne permettent pas de déterminer de façon catégorique si une entreprise surinvestit ou sous-investit, si les gestionnaires se dérobent à leurs responsabilités ou si des changements de stratégies s'imposent.

Des mesures comptables sont souvent les seuls indicateurs valables pour apporter des réponses à toutes ces questions. Le choix des mesures de rendement est donc lié à la question à l'étude. Mais, afin de soulever des questions pertinentes, il faut être disposé à aller au-delà des données statistiques sur les entreprises et à se pencher sur les différents cadres juridiques et réglementaires qui régissent les décisions des entreprises. À cet égard, il pourrait être utile d'entreprendre des comparaisons multilatérales entre les pays, quoiqu'il faudrait interpréter les résultats avec prudence en raison des différences qui existent d'un pays à l'autre sur le plan des normes comptables et juridiques. Dans un contexte comptable, un exemple typique nous est donné par la possibilité que prévoient les règles comptables en Allemagne de constituer des réserves secrètes. Un exemple dans le contexte juridique nous est fourni par la responsabilité spéciale attribuée à l'actionnaire majoritaire en France à cause de l'influence qu'il exerce.

Mais pour éviter que toutes ces difficultés et ces ambiguïtés ne découragent les chercheurs d'entreprendre de nouveaux travaux, je tiens à mentionner que le processus actuel d'intégration du marché international des capitaux peut rendre désuètes la plupart de ces préoccupations. En fait, dans un marché international compétitif, les entreprises canadiennes devront maintenir un rendement excellent afin d'attirer les investisseurs. Cette simple réalité devrait être suffisante pour inciter les gestionnaires canadiens à se préoccuper du rendement de leur entreprise car, dans le cas contraire, les investisseurs canadiens feront l'acquisition de titres étrangers.

À l'heure actuelle, il existe encore des obstacles à l'intégration du marché des capitaux, surtout dans les industries de l'assurance et de la gestion des caisses de retraite. Toutefois, l'élimination graduelle de ces obstacles et l'utilisation sur une large échelle de titres accessoires contribuent à éliminer des abris dont les gestionnaires de plusieurs pays ont pu se prévaloir jusqu'ici; tous sont maintenant tenus d'obéir aux mêmes règles. Cette tendance ne se

poursuivra pas indéfiniment mais, aussi longtemps qu'elle se maintiendra, elle permettra d'assurer une surveillance efficace du rendement et de maintenir le caractère concurrentiel de l'industrie canadienne.

REMERCIEMENTS

Je tiens à transmettre des remerciements à l'Université de l'Alberta et à la Wharton School de l'Université de la Pennsylvanie.

Troisième partie
Le conseil d'administration et au-delà

Jean-Marie Gagnon et *Josée St-Pierre*
Faculté des sciences de l'administration
Université Laval
Département des sciences de la gestion et de l'économie
Université du Québec à Trois-Rivières

4

Les mécanismes de régie des sociétés et la composition du conseil d'administration

LA DOCUMENTATION DE PLUS EN PLUS VOLUMINEUSE sur la régie des sociétés renferme maintenant un certain nombre d'études où l'on a tenu compte du rôle du conseil d'administration. Les principaux thèmes abordés dans ces études ont trait au rapport existant entre la composition du conseil d'administration et le rendement ou le comportement de la société, le conseil étant perçu comme un élément complémentaire ou de substitution à d'autres mécanismes. Dans la présente étude, nous examinons des données empiriques sur les déterminants de la composition des conseils d'administration à l'aide d'un échantillon de 258 entreprises canadiennes réparties selon leur mode de propriété. Nos résultats indiquent que la composition du conseil d'administration serait fonction de la répartition des droits de vote. Cependant, le même modèle statistique ne s'applique pas aux trois modes de propriété. Dans le modèle de la propriété dispersée, le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes augmente avec la part du capital-actions détenue par les actionnaires importants de l'extérieur et diminue avec la part du capital-actions détenue par les administrateurs internes. Ces résultats concordent, respectivement, avec l'hypothèse d'un comportement axé sur la surveillance et avec celle du retranchement. Nous n'avons relevé aucune preuve de substitution entre la composition du conseil d'administration et les variables financières ou la réglementation. À l'aide d'un système d'équations simultanées, nous explorons le lien qui existe entre la composition du conseil d'administration et le rendement en général, mais nous n'avons décelé aucune relation statistiquement significative à ce niveau.

L'étude est structurée ainsi : nous commençons par répertorier les divers mécanismes disponibles pour ensuite examiner le processus de sélection d'un sous-ensemble de ces mécanismes adapté aux circonstances particulières de l'entreprise (en tenant compte de leurs interactions). Nous analysons ensuite un certain nombre d'hypothèses comportementales et examinons la composition

des conseils d'administration. Après avoir présenté les données, nous effectuons des essais à l'aide de modèles conjuguant la composition du conseil et la surveillance, puis la composition du conseil et le rendement. Nous examinons les conséquences qui découlent des résultats obtenus sur le plan des politiques gouvernementales et, enfin, nous terminons par un bref résumé.

LES MÉCANISMES DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS

LES DIVERS MÉCANISMES

LES MÉCANISMES ENVISAGÉS DANS LA PRÉSENTE ÉTUDE sont la composition du conseil d'administration, la rémunération des dirigeants, la politique d'endettement, la politique de dividendes et les moyens de défense contre les prises de contrôle (pilules empoisonnées, modalités inscrites dans les statuts constitutifs, dispositions de la loi et moyens de défense litigieux). Ces divers mécanismes coiffent les colonnes du tableau 1. Nous examinons les mécanismes eux-mêmes, leur coût et la probabilité qu'on y ait recours.

Composition du conseil d'administration

La régie des sociétés a trait à la répartition du pouvoir entre les gestionnaires, les actionnaires et les administrateurs d'une société[1]. La composition du conseil d'administration, que nous examinons en détail ci-après, a trait à la répartition des membres du conseil selon leur allégeance première, qui peut aller soit aux actionnaires soit aux gestionnaires. Les premiers sont appelés les administrateurs externes (ou de l'extérieur) et les autres, les administrateurs internes (ou de l'intérieur). En définitive, tous les administrateurs doivent rendre compte aux actionnaires. Mais on ne saurait s'attendre, par exemple, à ce qu'un administrateur interne (employé) ne détenant aucune action préfère, dans tous les cas, les mêmes stratégies d'affaires qu'un administrateur de l'extérieur qui est aussi un important actionnaire. La composition optimale du conseil d'administration dépendra vraisemblablement des circonstances particulières de l'entreprise, y compris les autres mécanismes de régie de la société.

Rémunération des dirigeants

La rémunération des dirigeants est une forme de contrat que l'on peut structurer de manière à faire coïncider de façon efficiente les intérêts des gestionnaires et ceux des actionnaires. Cette correspondance est opérée en liant la valeur de la rémunération à la valeur des actions sur le marché, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire des bénéfices. La rémunération d'un gestionnaire comprend deux éléments, l'un variable et l'autre fixe. L'élément variable englobe toutes les formes de rémunération liées aux bénéfices ou à la valeur marchande des actions (par exemple, sous la forme d'options d'achat d'actions).

TABLEAU 1

CLASSIFICATION CROISÉE DE LA RÉPARTITION DES DROITS DE VOTE ET DES MÉCANISMES DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS[a]

RÉPARTITION DES DROITS DE VOTE	COMPOSITION DU CONSEIL : RATIO MEMBRES EXTERNES/INTERNES	RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS : RATIO RÉMUNÉRATION VARIABLE/FIXE	POLITIQUE D'ENDETTEMENT : RATIO DETTE/ACTIF	POLITIQUE DE DIVIDENDES : RATIO DIVIDENDES/ BÉNÉFICES	PILULES EMPOISONNÉES	MOYENS DE DÉFENSE CONTRE LES TENTATIVES DE PRISE DE CONTRÔLE		
						DANS LES STATUTS CONSTITUTIFS	DANS LA LOI	RECOURS JUDICIAIRES
Propriété concentrée à l'intérieur	Ratio élevé	Ratio peu élevé pour les administrateurs (peut être élevé pour les gestionnaires de second rang)	Ratio peu élevé	Ratio instable	Utilisation modérée	Utilisation intensive	Utilisation intensive	Utilisation modérée
Propriété concentrée à l'extérieur	Ratio élevé	Ratio élevé	Ratio peu élevé	Ratio instable	Utilisation modérée	Utilisation modérée	Utilisation modérée	Utilisation modérée
Propriété dispersée	Ratio peu élevé (dans les organisations non complexes)	Ratio élevé	Ratio élevé	Ratio stable	Utilisation intensive	Utilisation intensive	Utilisation intensive	Utilisation intensive

NOTA : a Le niveau attendu (élevé ou faible) ou le comportement (stable ou instable) ou l'intensité d'utilisation de mécanisme (intensive ou modérée) est indiqué dans chacune des cellules.

L'élément fixe est constitué du traitement, des honoraires d'exclusivité et des jetons de présence d'administrateur.

Politique d'endettement

Il y a plusieurs raisons pour inclure la politique d'endettement parmi les mécanismes de régie des sociétés. Premièrement, elle suppose un style de régie où l'on met l'accent sur les règles plutôt que sur l'exercice du pouvoir discrétionnaire. Un endettement croissant signifie qu'une plus grande part des liquidités de l'entreprise est versée aux détenteurs d'obligations et, ainsi, soustraite au contrôle des gestionnaires : plus l'endettement est important, plus le pouvoir discrétionnaire des gestionnaires est limité. Deuxièmement, compte tenu de la taille de l'entreprise, le financement par emprunt permet de concentrer davantage les droits de vote entre les mains des actionnaires restants. Troisièmement, un ratio dette/actif relativement élevé a tendance à rendre l'entreprise moins attrayante comme cible d'une éventuelle prise de contrôle et peut, par conséquent, servir de moyen de rechange pour se prémunir contre une telle éventualité.

Politique de dividendes

La politique de dividendes, c'est-à-dire, le ratio cible des dividendes aux bénéfices, peut aussi être considérée comme un mécanisme de régie des sociétés. Plus ce ratio est élevé, plus est restreint le montant des liquidités pouvant être employées à d'autres fins. En tant qu'instrument, il fonctionne de la même façon que la politique d'endettement mais impose des contraintes moins rigoureuses parce le versement des dividendes n'est pas obligatoire.

Moyens de défense contre les prises de contrôle

Les autres mécanismes sont des moyens de défense directement substituables contre les prises de contrôle. Les quatre catégories que nous employons sont tirées de Malatesta (1992) : les pilules empoisonnées, les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs ou dans la loi et les moyens de défense litigieux[2].

Les pilules empoisonnées comprennent les régimes de droits des actionnaires[3], les régimes d'actions avec droit de vote et les régimes d'actions privilégiées. Ce sont les moyens de défense préventifs par excellence; ils ont pour effet de transférer une part substantielle du pouvoir des actionnaires aux gestionnaires, dans l'éventualité où un acheteur serait intéressé à acquérir l'entreprise. Les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs englobent les clauses de majorité qualifiée et de prix équitable, ainsi que les stratégies axées sur le conseil d'administration. Elles doivent être approuvées par les actionnaires

mais, en pratique, cela est aussi vrai des pilules empoisonnées au Canada[4]. Les moyens de défense prévus dans la loi (dispositions relatives au contrôle du capital-actions, au prix équitable et au gel des participations) signifient que ceux qui contrôlent l'entreprise peuvent compter sur les membres de la législature pour se défendre contre une tentative de prise de contrôle. Enfin, les moyens de défense litigieux comprennent, outre les actions en justice, la vente d'éléments d'actif, les rachats d'actions, ainsi que les chantages à l'offre publique d'achat (OPA) ou les pactes de non-agression. Même si Malatesta (1992) classe les émissions d'obligations parmi les moyens de défense litigieux, nous ne le faisons pas.

Cela conclut notre liste des mécanismes de régie des sociétés. Dans un marché concurrentiel, nous pouvons nous attendre à ce que chaque entreprise sélectionne un sous-ensemble adapté à sa propre situation. Le plus important de ces mécanismes est la répartition des droits de propriété, qui figure sous la colonne intitulée « Répartition des droits de vote » et qui représente le deuxième volet du tableau 1. Nous y reviendrons sous peu.

CHOIX D'UN SOUS-ENSEMBLE DE MÉCANISMES DE RÉGIE POUR UNE SOCIÉTÉ

TANT LES GESTIONNAIRES QUE LES ACTIONNAIRES PARTICIPENT au choix d'un ensemble d'instruments de régie de la société. L'analyse avantages-coûts de chaque groupe devrait tenir compte de trois facteurs : le coût des divers mécanismes, leur efficacité et la probabilité qu'on y ait recours.

Coût des divers mécanismes

Au tableau 2, nous présentons les divers mécanismes de régie des sociétés, selon la nature des coûts qu'ils comportent (coûts d'opportunité et déboursés), classés par ordre croissant d'importance, les plus restreints figurant au haut de la liste. Nous supposons que ces coûts doivent être supportés par l'organisation, c'est-à-dire qu'ils proviennent des ressources des actionnaires.

La composition du conseil d'administration est le mécanisme de régie des sociétés le moins coûteux. Les nominations au conseil peuvent généralement être modifiées à un coût marginal négligeable. Cependant, le coût de la modification de la composition du conseil sera vraisemblablement fonction de la répartition des droits de vote – selon les différentes lignes que nous examinons au tableau 1. Déclencher une course aux procurations dans une société dont la propriété est dispersée peut représenter un investissement important et risqué, et une telle initiative pourrait même être inutile dans le cas d'une société dont la propriété est concentrée.

La rémunération des dirigeants est le prochain mécanisme sur notre liste. Ici, également, le recours à la rémunération des dirigeants comme mécanisme de régie des sociétés peut comporter un coût d'opportunité très faible, voire

TABLEAU 2

MÉCANISMES DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS CLASSÉS PAR ORDRE CROISSANT DE COÛT D'ENCADREMENT

COÛT D'OPPORTUNITÉ		DÉBOURSÉS
	COÛT CROISSANT ⇓ ⇓	Composition du conseil d'administration Rémunération des dirigeants Moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs
Pilules empoisonnées		Moyens de défense prévus dans la loi
Politique de dividendes Politique d'endettement		Moyens de défense axés sur le recours aux tribunaux

nul. Le montant en cause est la rémunération supplémentaire que les actionnaires sont disposés à offrir par rapport au montant qui serait optimal si les problèmes d'encadrement étaient négligeables.

Les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs, en tant que mécanismes de régie des sociétés, peuvent n'exiger que des déboursés modestes, du moins lorsqu'ils sont utilisés de façon préventive ou dès le point de départ (au moment où la société est constituée). Une modification subséquente de la répartition des droits de vote peut nécessiter l'approbation des actionnaires[5].

Les pilules empoisonnées peuvent s'avérer un mécanisme de régie des sociétés très coûteux étant donné qu'elles confèrent au conseil d'administration le pouvoir de rejeter une prise de contrôle. Le coût d'opportunité prend la forme d'une réduction de la valeur attendue de la prime qui pourrait accompagner une tentative de prise de contrôle. Même si le montant de la prime éventuelle devrait augmenter lorsque le conseil dispose d'un pouvoir de veto, la probabilité qu'une offre soit faite diminue.

Les moyens de défense fondés sur des dispositions de la loi signifient que l'on fait intervenir le pouvoir de coercition de l'État. Cela peut constituer une initiative laborieuse et perturbatrice; c'est pourquoi on n'y a recours que rarement[6]. Jusqu'à maintenant, le marché boursier a généralement réagi à l'adoption de pilules empoisonnées (et d'autres moyens de défense contre les prises de contrôle) comme si ces mesures avaient pour effet de réduire la richesse des actionnaires[7], mais les données canadiennes à ce sujet ne sont pas concluantes[8].

Le ratio dividendes/bénéfices peut être relevé pour transférer les « liquidités libres » aux actionnaires. Une telle politique peut permettre de prévenir une

prise de contrôle, mais elle comporte des coûts. Premièrement, une modification de la politique de dividendes peut influer sur les attentes des investisseurs à l'égard des liquidités futures de l'entreprise. Deuxièmement, divers ratios de distribution des dividendes auront tendance à attirer des clientèles ayant des préférences différentes en matière de fiscalité et de consommation. Ces investisseurs peuvent être déçus par un changement inattendu de la politique, ce qui engendre des coûts de rééquilibrage du portefeuille. Les coûts d'une modification de la politique de dividendes sont aussi fonction de la répartition de la propriété. Ainsi, on peut s'attendre à ce que les effets de l'annonce d'une telle initiative, mentionnés ci-dessus, soient importants dans le cas d'une société dont la propriété est dispersée mais non pour une société dont la propriété est concentrée.

L'utilisation du ratio dette/actif comme mécanisme de régie engendre des coûts semblables à ceux que comporte la politique de dividendes. En supposant, par exemple, que les investisseurs individuels assujettis aux taux d'impôt les plus élevés aient tendance à acheter des actions d'entreprises peu endettées parce qu'ils préfèrent capter l'avantage fiscal découlant du financement par emprunt pour leur compte propre, une augmentation du ratio dette/actif à des fins de défense aura vraisemblablement pour effet d'imposer un risque financier plus élevé à ces investisseurs que celui qu'ils sont disposés à prendre. Le coût d'opportunité pour l'entreprise pourrait également être élevé si l'hypothèse de Williamson (1988), selon laquelle certaines catégories d'actif ne peuvent être financées par voie d'emprunt en raison de leur faible valeur de contrepartie, a une quelconque validité. Par conséquent, la stratégie consistant à modifier le ratio dette/actif pourrait engendrer des contraintes sur le plan de la sélection des éléments d'actif et supposer une combinaison risque-rendement sous-optimale pour l'entreprise ainsi que des coûts de rééquilibrage du portefeuille pour les actionnaires. Dans une société dont la propriété est concentrée, ces derniers assument déjà un risque non systématique, du point de vue du contrôle, et ils peuvent être réticents à accroître le ratio dette/actif. Nous faisons donc valoir que la modification de la structure du passif pourrait constituer un mécanisme coûteux de régie des sociétés.

Enfin, les moyens de défense litigieux semblent être une stratégie de dernier recours : les procédures entamées devant un tribunal comportent des coûts directs et ont un effet perturbateur. En outre, elles n'ont pas un caractère préventif et sont employées après coup. Nous doutons que les gestionnaires proposeraient d'y recourir *ex ante*.

Efficacité des divers mécanismes

Si l'efficacité est définie comme le rapport qui existe entre le moyen pris en vue d'arriver à une fin et l'atteinte de cette fin, les actionnaires et les gestionnaires ne classent pas les mécanismes selon le même ordre. Ils ont des intérêts opposés : les gestionnaires veulent maximiser les avantages privés qu'ils retirent

du contrôle exercé sur la société, tandis que les propriétaires souhaitent maximiser la valeur actualisée des liquidités résiduelles. (Ces hypothèses sont examinées plus attentivement dans la section suivante.)

Ainsi, les actionnaires peuvent juger que le fait de lier la rémunération des dirigeants à la valeur des actions de l'entreprise sur le marché constitue une façon efficace de faire coïncider les intérêts des gestionnaires aux leurs. Les gestionnaires peuvent facilement accepter ou choisir ce genre de contrat, mais il ne réduit pas le risque qu'ils puissent éventuellement perdre le contrôle, à moins de se retrouver avec un pourcentage élevé des droits de vote, ce qui n'est habituellement pas l'effet recherché. Par conséquent, même si la rémunération des dirigeants peut constituer un mécanisme efficace de régie des sociétés du point de vue des actionnaires, ce n'est pas le cas pour les gestionnaires. Nous soutenons que c'est la situation opposée qui prévaut pour les pilules empoisonnées. Elles permettent aux gestionnaires d'obtenir des pouvoirs que les actionnaires pourraient en réalité conserver[9].

Au tableau 3, nous énumérons les mécanismes de régie des sociétés par ordre décroissant d'efficacité pour les actionnaires et les administrateurs : les classements ne sont pas identiques.

TABLEAU 3

MÉCANISMES DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS CLASSÉS PAR ORDRE DÉCROISSANT D'EFFICACITÉ POUR LES ACTIONNAIRES ET LES GESTIONNAIRES

ACTIONNAIRES		GESTIONNAIRES
	EFFICACITÉ DÉCROISSANTE ⇓ ⇓	
Composition du conseil d'administration (requis au préalable)		Pilules empoisonnées
Moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs		Moyens de défense prévus dans la loi
Rémunération des dirigeants		Politique de dividendes
Politique d'endettement		Politique d'endettement
Politique de dividendes		Rémunération des dirigeants
Moyens de défense prévus dans la loi		Composition du conseil d'administration
Pilules empoisonnées		Moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs
Moyens de défense axés sur le recours aux tribunaux		Moyens de défense axés sur le recours aux tribunaux

NOTA : Nous supposons une propriété dispersée.

La composition du conseil d'administration semble être le premier élément du côté des actionnaires parce que c'est une condition préalable à l'emploi de tout autre mécanisme figurant sur la liste. Les décisions en matière de politique ne peuvent être mises en oeuvre que par le truchement du conseil.

Du point de vue des actionnaires, les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs semblent être assez efficaces. Les premiers propriétaires peuvent avoir conçu les statuts constitutifs, et les avoir modifiés par la suite, de manière à ce qu'ils traduisent leurs préférences. Les investisseurs subséquents, pour qui les considérations relatives au contrôle sont importantes, peuvent choisir des sociétés selon la sphère de compétence où elles ont été constituées. Cela leur assure un contrôle sur les décisions relatives aux politiques et la répartition de la richesse engendrée par l'entreprise.

Nous avons aussi fait valoir que les pilules empoisonnées ne sont pas des moyens très efficaces, du point de vue des actionnaires, parce qu'elles semblent supposer que les actionnaires défendent leur position en cédant le contrôle aux gestionnaires. C'est pourquoi ce moyen figure si près du bas de la liste, du côté gauche du tableau 3, mais au sommet de la liste, du côté droit.

Du point de vue des gestionnaires, le rôle et l'efficacité des moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs sont ambigus. À titre de mesure préventive, un moyen de défense inscrit dans les statuts constitutifs est généralement présenté comme un mécanisme de protection des actionnaires. Ainsi, la loi peut exiger qu'un nombre minimum d'administrateurs soient indépendants[10], ou elle peut stipuler qu'aucun actionnaire ne peut détenir plus qu'un certain pourcentage des droits de vote[11]. Cependant, l'effet *réel* peut différer de l'effet *recherché*. En restreignant l'exercice des droits de vote, on peut faciliter la tâche aux gestionnaires qui cherchent à consolider leur position. En outre, certaines études empiriques[12] laissent penser qu'aux États-Unis, les modifications apportées aux lois dans le but d'en accroître l'efficacité ont eu tendance à réduire la valeur des entreprises visées sur le marché. Par conséquent, ces modifications ont été perçues comme ayant pour effet de protéger les gestionnaires plutôt que les actionnaires. Nous considérons donc que les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs peuvent être des mécanismes assez efficaces de régie des sociétés lorsqu'ils sont employés par les gestionnaires, même si on n'y a que rarement recours.

Viennent ensuite sur notre liste, du côté des gestionnaires, la politique d'endettement et la politique de dividendes. En acceptant des contraintes plus ou moins rigoureuses en ce qui a trait à la distribution des liquidités, l'entreprise devient moins ou plus vulnérable à un changement de contrôle et, par voie de conséquence, le risque que les gestionnaires perdent les avantages privés dont ils bénéficient est réduit ou accru.

En l'absence des parachutes dorés (l'un de ses éléments), la rémunération des dirigeants figurerait au bas de la liste du côté des gestionnaires. Cependant, les parachutes dorés et les contrats semblables garantissent une certaine rétribution

monétaire dans l'éventualité où ces avantages privés seraient transférés à un autre groupe.

La composition du conseil d'administration est un mécanisme que les gestionnaires ne peuvent utiliser directement, mais seulement par le biais de l'influence qu'ils exercent sur les actionnaires, lesquels peuvent le modifier à leur gré. En conséquence, ce mécanisme reçoit un classement assez faible du côté des gestionnaires (droit) du tableau 3.

Probabilité d'utilisation

La valeur attendue d'un mécanisme de régie des sociétés est fonction de son coût, de son efficacité et de la probabilité qu'on y ait recours. Nous abordons maintenant ce troisième aspect.

Nous soutenons que le principal facteur influant sur la probabilité d'utilisation est la répartition des droits de propriété. Au tableau 1, nous présentons trois cas horizontalement.

Un cas simple (quoique extrême) est celui de l'entreprise gérée par ses propriétaires, qui est utilisé comme point de départ par Jensen et Meckling (1976). Un gestionnaire qui possède tous les droits de vote n'a besoin d'aucun moyen de défense contre les prises de contrôle. Les politiques d'endettement et de dividendes peuvent être sélectionnées en fonction de la courbe des besoins portefeuille-consommation et la rémunération des dirigeants n'est pas un facteur pertinent pour le propriétaire-gestionnaire, mais uniquement pour ses subalternes. Enfin, les administrateurs sont tous de l'intérieur ou des administrateurs externes affiliés, choisis en fonction des préférences du propriétaire, à moins qu'il n'ait accepté des nominations dictées par les clauses d'un contrat d'emprunt. Plus précisément, on a observé que les propriétaires-gestionnaires préféraient des ratios dette/actif peu élevés[13]. Dans le cas présent, donc, toutes les contraintes qui s'appliquent à la sélection des mécanismes de régie seront vraisemblablement fondées sur des considérations liées à l'exploitation et à la consommation, plutôt qu'au contrôle. À cet égard, nous devrions nous attendre à ce que, dans les entreprises gérées par leurs propriétaires – la première ligne du tableau 1 –, les mécanismes de régie soient combinés de façon aléatoire en raison de la très faible probabilité qu'ils soient utiles. Il devrait en être ainsi aussi longtemps qu'un particulier ou un groupe de personnes étroitement liées détient plus de 50 p. 100 des droits de vote qui se rattachent au capital-actions de la société.

Nous pouvons observer la situation opposée au bas du tableau 1. Nous supposons ici que les actions ont été vendues à un grand nombre d'investisseurs de l'extérieur et qu'il n'y a pas d'actionnaire dominant. Ces entreprises sont habituellement de taille assez grande et évoluent pour la plupart dans des industries dites « transparentes ». Dans le cas présent, les actionnaires embauchent des gestionnaires professionnels qui retirent des avantages privés du contrôle qu'ils exercent, aux dépens des propriétaires, et qui sont incités à

exercer une influence sur le choix des mécanismes de régie de la société parce que ceux-ci pourraient influer sur leur propre richesse. Plusieurs conséquences en découlent. On peut s'attendre à ce que plus de ressources soient affectées à la sélection des mécanismes de régie parce que deux parties ayant des intérêts opposés sont en présence et que la probabilité que l'on fasse appel à ces instruments augmente. Certains mécanismes, par exemple, les moyens de défense contre les prises de contrôle, qui ne sont pas utiles pour le propriétaire-gestionnaire, peuvent être vus comme des moyens efficaces de réduire le risque pour les gestionnaires, lesquels négocieront leur adoption avec les actionnaires. Le comportement des actionnaires sera aussi vraisemblablement modifié. Ils ont maintenant besoin d'exercer un contrôle et une surveillance sur leurs mandataires. La composition du conseil et la stratégie de rémunération prennent alors une importance supplémentaire. Les actions étant détenues dans des portefeuilles diversifiés, le risque financier (ratio dette/actif plus élevé) peut devenir acceptable. Enfin, la politique de dividendes devrait être adaptée en fonction de la clientèle particulière et, ainsi, demeurer stable. La dernière ligne du tableau 1 résume la nouvelle situation.

La propriété concentrée à l'extérieur est une situation intermédiaire.

Hypothèses relatives au comportement

Comme nous l'avons déjà indiqué, la régie des sociétés met en rapport les gestionnaires professionnels, les actionnaires et les administrateurs, tandis que la théorie de l'intérêt de l'agent se préoccupe essentiellement des conflits d'intérêts entre les mandataires (gestionnaires professionnels) et les mandants (détenteurs d'actions ordinaires) qui les ont embauchés pour gérer l'entreprise à leur avantage. Des hypothèses plausibles peuvent facilement être élaborées au sujet des gestionnaires et des actionnaires, mais la position des administrateurs est ambivalente. Ils ne peuvent être classés comme mandants ou mandataires que si nous disposons de renseignements supplémentaires à leur sujet. Nous examinons brièvement ces questions dans la présente section. Nous faisons l'hypothèse que tous les intervenants ont un comportement opportun : chacun tente de maximiser sa propre fonction d'utilité, sous réserve des contraintes imposées par les autres parties.

Le mandant maximise sa propre richesse, dont une partie est représentée par la valeur actualisée des liquidités résiduelles tirées de l'entreprise. Pour y parvenir, il tente d'exercer un contrôle sur les gestionnaires et de faire coïncider leurs intérêts aux siens. Divers mécanismes s'offrent à lui. Il peut chercher à obtenir un siège au conseil d'administration, il peut préférer des ratios dette/actif et dividendes/bénéfices relativement élevés, afin de minimiser les liquidités inutilisées; ou encore il peut permettre aux gestionnaires d'accroître leur propre richesse personnelle en leur permettant ou en les incitant à investir dans l'entreprise. Cependant, aucun de ces mécanismes n'est sans coût. Ainsi, le fait d'être un important actionnaire accroît la probabilité que le

mandant soit nommé au conseil d'administration, mais cela signifie aussi qu'un risque par ailleurs diversifiable doit être assumé. Le fait d'accroître le pourcentage du capital-actions détenu par les gestionnaires peut, au delà d'un certain niveau, favoriser l'enracinement des gestionnaires et leur permettre de retirer des avantages privés excessifs. Par conséquent, nous nous attendons à ce que le mandant substitue certains mécanismes à d'autres, jusqu'à ce que l'équilibre recherché entre la surveillance et le contrôle soit atteint.

Les mandataires veulent maximiser les avantages privés qu'ils sont en mesure d'obtenir de l'entreprise. Ils cherchent à s'y enraciner. Le contrôle d'une partie des droits de vote, comme l'a fait valoir Stulz (1988), la représentation au conseil d'administration et l'adoption de moyens de défense contre les prises de contrôle peuvent leur permettre d'atteindre cet objectif. Mais ces mesures comportent aussi des coûts. Ainsi, si l'on suppose que les tentatives de prise de contrôle peuvent nuire aux intérêts des gestionnaires, mais non à ceux des actionnaires, ces derniers pourront s'objecter à des moyens de défense contre les prises de contrôle et « voter avec leurs pieds », c'est-à-dire, vendre leurs actions et réduire la valeur de l'entreprise. De même, le rapport entre la participation au capital-actions détenue par les gestionnaires et la valeur de l'entreprise n'est pas nécessairement monotonique. Des données empiriques ont permis d'observer[14] que, au delà de certains seuils, le fait d'accroître la part du capital-actions détenue par les gestionnaires peut contribuer à réduire la valeur de l'entreprise. On peut aussi s'attendre à ce que les gestionnaires substituent des mécanismes de régie des sociétés jusqu'au point limite où le contrôle qu'ils exercent sur les liquidités engendrées par l'entreprise demeure encore acceptable aux yeux des actionnaires.

Comme nous l'avons indiqué précédemment, les administrateurs font partie d'un troisième groupe dont l'allégeance est parfois ambiguë. Afin de pouvoir classer un administrateur comme mandataire ou mandant, nous devons avoir des détails sur deux caractéristiques : son statut d'administrateur et le pourcentage des droits de vote qu'il contrôle. Le statut a trait au fait qu'il s'agit d'un administrateur interne (employé) ou d'un administrateur externe (indépendant). On suppose que le premier a investi un pourcentage plus élevé de son capital humain dans l'entreprise qu'un administrateur externe. (Cette classification est précisée davantage ci-après.) En principe, les administrateurs externes sont inconditionnellement voués aux intérêts des actionnaires et l'on suppose qu'ils seront plus enclins à contester une décision controversée du chef de la direction que les administrateurs internes. Mais il est plus probable qu'un administrateur interne dont une partie importante de la richesse financière est investie dans l'entreprise (ce qui peut néanmoins représenter un pourcentage négligeable de la valeur totale de l'entreprise) joue un tel rôle qu'un administrateur externe ne détenant que le nombre requis d'actions pour occuper ce poste. Ainsi, pour évaluer de façon adéquate les motifs qui animent un administrateur, nous devons tenir compte de ces deux caractéristiques.

Quant aux déterminants de la composition du conseil d'administration, deux propositions découlent, ici également, de ces considérations. Premièrement, deux aspects de la répartition des droits de vote sont importants : le *pourcentage* des droits de vote détenu par les administrateurs eux-mêmes et la *concentration* des droits de vote parmi les autres actionnaires. Une hausse du pourcentage des droits de vote aux mains des administrateurs pourra vraisemblablement mener à une augmentation du nombre d'administrateurs internes au sein du conseil d'administration, tandis qu'une plus grande concentration des actions entre les mains de non-membres devrait amener une hausse de la proportion des administrateurs externes. Aux fins de la présente étude, nous avons fait l'hypothèse que la répartition de la propriété était déterminée de façon exogène.

Deuxièmement, étant donné la répartition de la propriété (en choisissant une *ligne* au tableau 1), on peut s'attendre à ce qu'il y ait substitution entre les divers mécanismes de régie des sociétés. Par contre, si l'on choisit une *colonne* au tableau 1, on peut s'attendre à ce que les valeurs numériques diffèrent de façon marquée d'une ligne à l'autre. Si la surveillance et le retranchement représentent des comportements attribués, respectivement, aux actionnaires de l'extérieur et aux gestionnaires, une substitution devrait caractériser les deux groupes. Le résultat qui en découle est que ce que l'on appelle l'hypothèse de la substitution pourrait, en principe, tenir sous deux formes extrêmes.

Les entreprises sélectionneront les combinaisons de mécanismes qui leur permettront de survivre et de prospérer, compte tenu de leur situation particulière. Si ces mécanismes sont à toute fin pratique des substituts parfaits, toutes les combinaisons possibles auront une efficacité égale. À celui ou celle qui observe un échantillon transversal d'entreprises ayant survécu, les mécanismes sembleront avoir été sélectionnés de façon aléatoire. Par contre, ces mécanismes peuvent être des substituts très imparfaits et n'avoir que des rapports de complémentarité. Si la combinaison optimale, pour chaque entreprise, est unique, il s'ensuit, encore une fois, que l'examen d'un échantillon transversal d'entreprises ayant survécu donnera l'impression que ces mécanismes ont été sélectionnés de façon aléatoire.

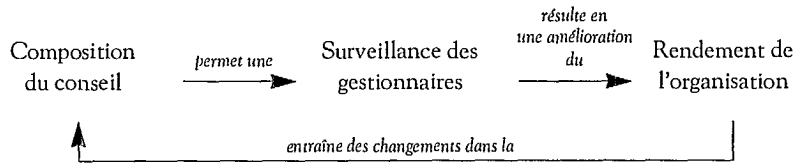
L'univers réel des sociétés peut probablement se décrire de façon plus exacte en recourant à des énoncés qui se situent entre ces deux extrêmes : les mécanismes de contrôle des sociétés ne sont ni des substituts parfaits ni des compléments. Même si (pour reprendre l'expression de Weisbach) les effets du darwinisme économique se font sentir progressivement, il doit être possible de faire certaines grandes généralisations à leur sujet. Les entreprises se trouvant dans des circonstances semblables devraient recourir à des combinaisons semblables de mécanismes de régie des sociétés. Si ces traits ou facteurs communs ont été correctement repérés, leurs effets devraient être discernables sur le plan empirique. Dans le reste de l'étude, nous décrivons un tel effort en ce qui a trait à la composition des conseils d'administration.

LA COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

PERTINENCE DE LA COMPOSITION DU CONSEIL

UNE GRANDE PARTIE DES TRAVAUX PUBLIÉS sur la question de la composition du conseil d'administration est axée sur la relation de cause à effet suivante :

Chacun des ces trois liens doit être examiné.



Le pourcentage d'administrateurs externes[15] par rapport aux administrateurs internes est généralement employé comme indicateur de la composition du conseil. Les administrateurs externes sont considérés comme des arbitres professionnels qui évaluent le rendement des gestionnaires, établissent leur rémunération et les remplacent, au besoin. On suppose que leur loyauté va aux actionnaires.

La seule présence d'administrateurs professionnels, ou externes, constitue une preuve de la volonté de soumettre les gestionnaires à une surveillance. Cependant, cela ne constitue pas une indication que cette surveillance s'exerce réellement ou qu'elle est efficiente. La persistance d'un pourcentage relativement élevé d'administrateurs indépendants concorde avec au moins quatre hypothèses (non mutuellement exclusives). Premièrement, il pourrait s'agir d'une pratique inoffensive qui peut se perpétuer pendant quelque temps après être devenue désuète. Mais on devrait s'attendre à ce qu'elle disparaisse éventuellement pour céder la place à un autre mécanisme de régie, à moins qu'elle ne profite à certains des groupes intéressés par l'entreprise. Deuxièmement, la présence d'administrateurs externes peut être utile pour les actionnaires qui les ont choisis, ou du moins acceptés, comme surveillants. C'est là l'hypothèse mise à l'épreuve par la plupart des chercheurs et celle que font implicitement les législateurs. Troisièmement, les administrateurs externes peuvent, paradoxalement, jouer un rôle utile pour les gestionnaires qui voient leur présence comme l'un des coûts de fidélisation qu'ils doivent assumer pour donner aux actionnaires l'assurance qu'ils n'ont pas l'intention de les exproprier. En d'autres termes, les administrateurs professionnels peuvent d'abord et avant tout être une création des gestionnaires, et leur rôle peut persister pourvu qu'il soit perçu par les actionnaires comme étant impartial. Quatrièmement, la présence d'au moins quelques administrateurs externes peut être imposée par les responsables de la réglementation.

Les données portant sur les États-Unis corroborent jusqu'à un certain point l'hypothèse selon laquelle le marché reconnaît aux administrateurs externes un rôle de surveillance à l'égard des gestionnaires. La corrélation qui existe entre un piètre rendement et le départ du chef de la direction est plus forte dans le cas des conseils d'administration dominés par des administrateurs externes[16]. En outre, le nombre d'administrateurs externes a tendance à augmenter après qu'une entreprise ait enregistré un rendement décevant[17]. D'autres données laissent penser que les administrateurs externes aident à contrôler la consommation que font les gestionnaires des privilèges spéciaux et surveillent les acquisitions bancaires, et qu'ils sont aussi associés à des coûts moins élevés dans le secteur de l'assurance[18]. En outre, le marché reconnaît également que la qualité de la surveillance n'est pas uniforme. Les principaux dirigeants des entreprises qui réduisent leurs dividendes ont moins de chance de se voir offrir un siège d'administrateur dans une autre entreprise que les hauts dirigeants des entreprises qui ne recourent pas à une telle mesure[19]. Dans ce contexte, il semble y avoir une corrélation positive entre un nombre moins élevé de sièges d'administrateur à l'extérieur et la probabilité que l'entreprise soit visée par une tentative de prise de contrôle hostile[20]. Cependant, les données canadiennes ne font pas ressortir de lien entre la composition du conseil d'administration et la réaction qu'aura le conseil à une tentative de prise de contrôle[21]. Une autre étude a mené à la conclusion que l'attention accordée à la structure du conseil est peut-être exagérée parce que les stimulants qui agissent sur les gestionnaires, notamment la rémunération, peuvent constituer des mécanismes de surveillance plus efficients[22].

L'établissement d'un lien entre la composition du conseil et la surveillance est un objectif intermédiaire qui nous intéresse uniquement dans la mesure où il nous permet, en définitive, de relier la composition du conseil et le rendement de l'entreprise en général. Cette seconde tâche se complique en raison d'un problème d'endogénéité. On peut concevoir que la composition du conseil d'administration détermine le rendement dans une certaine mesure, mais il est aussi possible que le rendement soit l'un des facteurs déterminants de la composition du conseil. Premièrement, on peut faire appel à des administrateurs externes pour corriger un rendement insatisfaisant, comme nous l'avons évoqué précédemment, ce qui peut alors engendrer des problèmes de mesure (auxquels nous reviendrons). Mais, essentiellement, les intervenants éventuels, comme les administrateurs externes de renom, peuvent minimiser leur risque professionnel non diversifiable en acceptant plus volontiers des nominations au conseil d'administration des entreprises les plus rentables. Du côté de l'offre, il faut reconnaître que le nombre de candidats pouvant être nommés au conseil d'administration est relativement grand, mais nous nous attendons à ce qu'ils adoptent un comportement opportuniste, comme le font tous les autres agents. La relation de simultanéité est décrite par des flèches dans l'illustration précédente.

Ces problèmes peuvent expliquer pourquoi il n'y a guère de données empiriques sur le rapport pouvant exister entre la composition du conseil d'administration et le rendement de l'entreprise en général. Une étude débouche sur la conclusion qu'il n'y a aucun rapport[23], une autre laisse entendre prudemment qu'il pourrait y avoir certains effets non monotoniques fragiles[24]. Un rapport positif a par ailleurs été décelé dans les comparaisons entre pays, en ne tenant pas compte du problème d'endogénéité[25].

Pour résumer, il y a certains éléments de preuve indiquant que les administrateurs indépendants exercent une surveillance sur les gestionnaires (c'est-à-dire, un rapport intermédiaire), mais les travaux de recherche faits jusqu'à maintenant n'ont pas démontré de façon convaincante qu'ils réussissent à améliorer la performance générale de l'entreprise (le rapport ultime qui nous intéresse). Dans la présente étude, nous examinons ces deux aspects.

La composition du conseil est un élément multidimensionnel. Les chercheurs ont examiné le pourcentage d'administrateurs externes, le nombre de sièges d'administrateur qu'occupent dans d'autres sociétés les membres du conseil d'administration, la participation des membres aux comités du conseil ainsi que la séparation des postes de chef de la direction et de président du conseil d'administration. Nous tenons compte des trois premiers facteurs. En outre, comme il ressort du tableau 1, la répartition de la propriété entre les administrateurs et les autres actionnaires est un facteur déterminant de la composition et du rôle du conseil[26]. Nous examinons les déterminants de la composition du conseil dans le cas de la propriété dispersée, qui est notre scénario de base, pour ensuite apporter les rajustements nécessaires afin de tenir compte de la propriété concentrée à l'intérieur ou à l'extérieur.

PROPRIÉTÉ DISPERSÉE

Ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes

Cette dimension de la composition du conseil peut être vue comme une mesure indirecte du niveau de surveillance qu'exercent les actionnaires sur les gestionnaires. Cette notion s'est établie dans le droit des sociétés au Canada, et plusieurs études[27] on visé à en préciser les déterminants.

Nous répartissons les membres du conseil en quatre groupes : administrateurs internes, administrateurs externes affiliés, représentants du groupe et administrateurs indépendants.

Les administrateurs *internes* sont les employés ou les ex-employés de l'entreprise ou de l'une de ses filiales. À l'exemple de Shivdasani (1993), nous définissons les administrateurs *externes affiliés* comme étant des membres du conseil qui, même s'ils ne sont pas des employés de l'entreprise, ont des rapports d'affaires importants avec les gestionnaires en poste[28]. Les avocats, les preneurs d'émissions, les comptables et les consultants, ainsi que les parents des administrateurs internes entre autres, font partie de ce sous-groupe. Les administrateurs internes et les administrateurs externes affiliés sont collectivement désignés

comme étant les administrateurs de « l'intérieur ». Le troisième sous-groupe est composé des *représentants du groupe*. Les entreprises ayant des actionnaires en commun ont aussi tendance à nommer les mêmes administrateurs à leur conseil. Nous classons comme « administrateurs du groupe » les membres du conseil qui détiennent des sièges au conseil d'administration d'autres sociétés faisant partie du même groupe[29]. Enfin, nous classons parmi les administrateurs *indépendants* ceux qui semblent n'avoir aucun lien avec l'entreprise sauf pour ce qui est de leur présence au conseil. Les représentants du groupe et les administrateurs indépendants sont désignés, collectivement, comme étant les administrateurs « de l'extérieur »[30].

Le niveau de surveillance exercé par les administrateurs externes est souvent estimé par le simple pourcentage des sièges qu'ils occupent au conseil d'administration. Cependant, leurs caractéristiques personnelles importent aussi. Les administrateurs professionnels ont une réputation (capital humain) à défendre et le nombre de postes d'administrateur[31] qu'ils détiennent dans d'autres sociétés peut être pris comme indicateur de la valeur de ce capital.

Étant donné que la probabilité qu'ils obtiennent d'autres sièges d'administrateur est fonction de leur rendement, tel que perçu par les actionnaires, une hypothèse plausible est que les administrateurs « prestigieux » de l'extérieur contesteront plus volontiers les décisions des gestionnaires parce qu'ils ont plus à perdre que les membres moins prestigieux si des orientations insatisfaisantes sont adoptées par l'entreprise. Ils assurent une surveillance de haut calibre. Pondérer chaque administrateur selon le nombre de postes d'administrateur qu'il détient à l'extérieur peut constituer un meilleur indicateur de son importance relative.

Dans la même veine, tout administrateur peut avoir plus ou moins d'influence au sein du conseil. La pondération de chacun en fonction du nombre de comités auxquels il siège peut aussi constituer un meilleur indicateur de son influence sur les décisions de la société.

Si nous prenons le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes comme variable dépendante, quelles seraient les variables explicatives ? Nous avons fait l'hypothèse que la composition du conseil était déterminée par trois facteurs : la complexité de l'organisation, les actionnaires importants et les conditions d'exploitation.

Complexité de l'organisation

Suivant Fama et Jensen (1983), nous avons qualifié de complexes les organisations où le transfert de l'information entre les mandataires et le mandant (ou même entre les mandataires eux-mêmes) est coûteux. Plus le transfert est coûteux, plus l'organisation est complexe et plus il est alors probable que la gestion des décisions soit distincte du contrôle des décisions. Une telle situation exige un niveau élevé de surveillance et, par conséquent, un ratio élevé administrateurs externes/administrateurs internes.

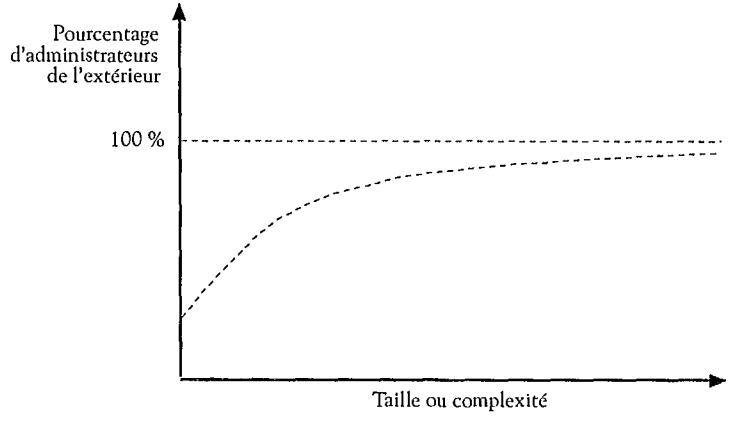
La vision du conseil d'administration en tant que lieu de rencontre où les administrateurs internes et externes échangent des renseignements signifie que le conseil optimal ne peut être constitué exclusivement d'administrateurs de l'intérieur, même si ce groupe englobe les administrateurs affiliés, que les petites entreprises peuvent trouver efficace de nommer à leur conseil d'administration. Le conseil ne peut non plus se composer exclusivement d'administrateurs externes : à tout le moins, le chef de la direction de l'entreprise en sera membre, même s'il est parfois le seul représentant interne à y siéger[32]. De plus, il est possible que la contribution marginale des surveillants de l'extérieur diminue, notamment lorsque leur pourcentage dépasse 50 p. 100.

Nous supposons que les déterminants de la complexité sont la nature de la technologie employée et la taille de l'entreprise. Les technologies de pointe, en évolution rapide, compliquent la surveillance des décisions stratégiques des gestionnaires qui incombe aux actionnaires. Cette « opacité » s'intensifie avec le niveau de R-D, soit le ratio des employés scientifiques et professionnels à l'effectif total.

La complexité est aussi une fonction (non linéaire) de la taille de l'entreprise. Les grandes entreprises auront plus vraisemblablement une propriété dispersée et offriront des postes de surveillant « indépendant » au marché des capitaux, dans le cadre de leurs coûts de fidélisation. Pour résumer, nous nous attendons à ce que le rapport entre le pourcentage d'administrateurs externes siégeant au conseil d'administration et la taille ou la complexité de l'entreprise soient tels qu'illustrés à la figure 1.

FIGURE 1

RAPPORT ENTRE LE POURCENTAGE D'ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR ET LA TAILLE OU LA COMPLEXITÉ DE L'ENTREPRISE



Actionnaires importants

Même une entreprise dont la propriété est dispersée peut compter certains actionnaires importants qui n'en détiennent pas le contrôle, outre ses propres administrateurs : les familles, les investisseurs institutionnels ou une autre entreprise (que nous appellerons par la suite des détenteurs de blocs d'actions). Il est efficient que ces investisseurs fassent connaître leurs préférences. Comme ils doivent assumer un risque non systématique, il est probable qu'ils exigeront un niveau relativement élevé de surveillance, assuré notamment par des administrateurs dont ils approuvent la nomination. Plus est élevé le nombre de détenteurs de gros blocs d'actions et plus est importante leur participation, plus élevé sera le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes.

Le fait que des administrateurs internes détiennent des actions est aussi pertinent. L'hypothèse du retranchement laisse penser qu'au fur et à mesure que les administrateurs internes acquièrent des actions supplémentaires, ils chercheront à être davantage représentés au conseil d'administration, ce qui entraînera une baisse du ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes.

Les sociétés réglementées, comme les institutions financières et les entreprises de services publics, représentent ici un cas spécial. Une partie de la fonction de surveillance est assumée par l'État, habituellement par l'intermédiaire d'un organisme de réglementation, qui joue alors le rôle d'un important actionnaire et impose, explicitement ou implicitement, un nombre relativement élevé d'administrateurs indépendants[33]. Compte tenu des pouvoirs de coercition dont disposent les responsables de la réglementation, on devrait s'attendre à un effet encore plus puissant que dans le cas des actionnaires « ordinaires » importants. Il y a une autre raison politique pour laquelle les entreprises réglementées peuvent faire appel à des administrateurs externes de prestige : ceux-ci peuvent avoir une certaine influence auprès des responsables de la réglementation et des autres représentants de l'État. Cela fait partie des coûts de fidélisation que doit supporter l'organisation. Encore une fois, ce raisonnement laisse penser que les entreprises réglementées devraient normalement faire appel aux services d'un plus grand nombre d'administrateurs externes. Toutefois, cet effet jouera en sens opposé dans l'hypothèse de la substitution, telle qu'envisagée par Demsetz et Lehn (1985). Ces derniers soutiennent qu'à mesure que la fonction de surveillance est prise en charge par l'État, le besoin de recourir à des administrateurs externes diminue.

Conditions d'exploitation

L'expression « conditions d'exploitation » vise à englober à la fois le rendement sur l'actif et les politiques financières en matière d'endettement et de dividendes.

Nous avons déjà affirmé que le rapport entre la composition du conseil d'administration et le rendement financier n'était pas nécessairement à sens unique. Mais nous faisons abstraction de la réciprocité de cette relation pour l'instant. Même si une hypothèse aussi restrictive permet de faire une description instrumentale du comportement de l'entreprise, il pourrait être difficile, sur le plan empirique, de détecter un lien entre le rendement de l'entreprise et la composition de son conseil d'administration. Supposons, par exemple, que les entreprises aient tendance à remplacer les administrateurs internes par des administrateurs externes lorsque le rendement financier de l'entreprise se détériore. Selon le temps mis par l'entreprise à réagir et le temps requis pour que les effets de cette réaction se fassent sentir, on peut observer dans les études transversales que, contrairement aux attentes, une hausse du pourcentage d'administrateurs externes est associée à une détérioration du rendement de l'entreprise et aucun rapport entre le pourcentage des administrateurs internes et le rendement n'est décelé. Des données longitudinales, recueillies au moyen d'un panel, seraient requises pour mettre en relief ce mécanisme[34].

Nous nous attendons néanmoins à ce que nos tests préliminaires permettent de trouver un lien positif entre le taux de rendement sur l'actif et le ratio administrateurs externes/administrateurs internes. Pour neutraliser les effets attribuables au secteur industriel, nous avons calculé des taux relatifs de rendement (les taux de rendement excédant les moyennes sectorielles).

Les politiques financières en matière d'endettement et de dividendes peuvent être vues comme partie intégrante des conditions d'exploitation dans lesquelles la composition du conseil d'administration doit être déterminée. D'un côté, nous supposons que les administrateurs externes sont moins incités à résister à une tentative de prise de contrôle parce que celle-ci comporte généralement une prime à l'intention des actionnaires. De l'autre, des ratios dette/actif[35] et dividendes/bénéfices relativement élevés contribueront à réduire la probabilité d'une offre publique d'achat. Par conséquent, en vertu de l'hypothèse de substitution, des ratios dette/actif et dividendes/bénéfices élevés permettront aux gestionnaires et aux administrateurs internes d'accepter un pourcentage plus élevé d'administrateurs externes. Cependant, du point de vue des actionnaires, le lien pressenti serait négatif : plus les encaisses libres sont modestes, moins est utile la surveillance que peuvent assurer les administrateurs externes. Mais à mesure que s'élève le niveau d'endettement, ces actionnaires pourraient aussi préférer une surveillance plus rigoureuse. En outre, les gestionnaires peuvent considérer les divers dispositifs de lutte contre les prises de contrôle comme compléments plutôt que substituts et avoir tendance à relever les ratios dette/actif et dividendes/ bénéfices lorsqu'ils estiment être vulnérables à une tentative de prise de contrôle. À ce stade, ils peuvent aussi préférer acquérir une protection supplémentaire[36] en réduisant, ou du moins en n'accroissant pas, le pourcentage d'administrateurs indépendants. Cela indique que le rapport que nous examinons est ambigu.

Pour résumer, dans le contexte d'une propriété dispersée, nous nous attendons à ce que la composition du conseil d'administration puisse s'expliquer statistiquement de la façon suivante :

composition du conseil = ratio pondéré ou non pondéré des administrateurs externes aux administrateurs internes
= f (complexité, taille, blocs d'actions détenus par des actionnaires indépendants, droits de vote détenus par des administrateurs internes, droits de vote détenus par des administrateurs externes, réglementation, rendement sur l'actif, ratio dette/ actif, ratio dividendes/bénéfices). (1)

Les coefficients de l'équation (1) devraient avoir un signe positif, sauf celui correspondant aux droits de vote détenus par des administrateurs internes, qui devrait être négatif; les variables financières ont un signe indéterminé.

PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR

DANS CE CAS, ON SUPPOSE QUE LE CONTRÔLE DE L'ENTREPRISE est fermement détenu par les gestionnaires et les administrateurs internes. Les considérations relatives au contrôle importent peu : on n'a guère besoin de mécanismes de défense contre les prises de contrôle ou d'une substitution entre les divers mécanismes de régie des sociétés. La sélection des membres du conseil d'administration devrait être dictée uniquement par les conditions d'exploitation. Cela nous incite à penser que le ratio moyen des administrateurs externes aux administrateurs internes sera faible dans le cas d'une entreprise dont la propriété est concentrée à l'intérieur. Premièrement, on devrait s'attendre à ce que les administrateurs internes nomment, aux postes d'administrateur, des personnes qui possèdent les compétences techniques requises par l'entreprise. Dans le cas des entreprises de plus petite taille, il pourrait être plus efficient d'inviter certains consultants à siéger au conseil d'administration que de retenir leurs services à temps partiel. Le nombre d'administrateurs externes affiliés devrait alors augmenter. Parce que nous avons classé ces derniers parmi les administrateurs de l'intérieur, le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes diminuerait. Deuxièmement, nous nous attendons à ce que les entreprises appartenant à ce groupe soient, en moyenne, de plus petite taille. Cela suppose un pourcentage moins élevé d'administrateurs externes au sein du conseil, ainsi qu'un effet de taille plus important, comme il ressort de la figure 1. Sauf pour la taille et les blocs d'actions détenus, les variables explicatives que sont la complexité, le ratio dette/actif[37] et le ratio dividendes/bénéfices, dont nous avons traité dans le cas de la propriété dispersée, ne devraient pas être statistiquement significatives pour une entreprise dont la propriété est concentrée à l'intérieur.

Si la propriété est concentrée, le comportement de deux variables explicatives pourrait être particulièrement intéressant : la réglementation et le taux de rendement sur l'actif. Si le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes augmente en réponse à une exigence explicite ou implicite de l'organisme de réglementation, cette variable devrait être statistiquement significative pour les trois formes de propriété. Mais s'il s'agit d'un coût de fidélisation que l'on doit engager pour satisfaire les actionnaires, on peut s'attendre à ce que la variable soit significative uniquement pour une entreprise dont la propriété est dispersée. Si la propriété de l'entreprise est concentrée, les actionnaires importants seront vraisemblablement plus portés à s'en remettre à leurs propres activités de surveillance.

Une proposition semblable s'applique au taux de rendement sur l'actif. Si la présence d'administrateurs externes « explique » en partie ce taux, l'effet devrait alors s'observer pour les trois formes de propriété. Dans le cas contraire, les données concorderaient avec l'hypothèse opposée, à savoir que les entreprises rentables auraient tendance à attirer des administrateurs prestigieux dont l'utilité serait alors plus grande dans un régime de propriété dispersée que dans un régime de propriété concentrée.

Propriété concentrée à l'extérieur

Si la propriété de l'entreprise est concentrée à l'extérieur, on devrait s'attendre à y retrouver des administrateurs du groupe, que nous avons classés parmi les administrateurs externes, parce que leur allégeance va principalement au groupe pris dans son ensemble. C'est aussi la raison pour laquelle les autres détenteurs de blocs d'actions pourraient insister pour avoir la possibilité de faire appel à leurs propres administrateurs externes indépendants. Cela suppose un ratio plus élevé des administrateurs externes aux administrateurs internes. Sauf pour cet élément, le modèle statistique pertinent devrait être semblable à celui proposé dans le cas de la propriété concentrée à l'intérieur.

Les données

La partie empirique de la présente étude est fondée sur un échantillon de 258 entreprises canadiennes tirées de deux ensembles de données.

Le premier ensemble est constitué de 151 observations utilisées dans une étude antérieure des réactions des conseils d'administration à des tentatives de prise de contrôle (St-Pierre et coll., 1994). Ces données ont été extraites des fichiers de la Commission des valeurs mobilières du Québec (CVMQ) pour la période 1978-1991[38]. Les actionnaires de toutes ces entreprises ont reçu des offres publiques d'achat, dont 51 ont été contestées par le conseil d'administration. Nous définissons ces tentatives de prise de contrôle comme étant à caractère hostile ou disciplinaire et nous classons les entreprises en cause parmi les cibles d'une offre publique d'achat (OPA). Comme Morck et coll. (1988*a*), nous

supposons que les 100 observations restantes n'ont aucune caractéristique particulière qui soit digne de mention. De fait, lorsque nous comparons les entreprises cibles et non cibles en fonction de toutes les variables utilisées dans la présente étude, nous constatons qu'elles ne sont pas statistiquement différentes, sauf pour la répartition des droits de vote. Les administrateurs internes des entreprises visées par des OPA détiennent un pourcentage sensiblement moins élevé des droits de vote que les administrateurs des entreprises qui n'ont pas été la cible d'une OPA.

Le deuxième ensemble de données est un échantillon témoin de 107 observations tirées des fichiers du *Financial Post* (FP). Premièrement, un échantillon aléatoire de 500 entreprises figurant sur les fiches du FP a été examiné afin d'en extraire celles visées par une tentative de prise de contrôle, une fusion ou une restructuration importante au cours de la période de cinq ans se terminant en 1992. L'analyse est fondée sur les événements relatés dans la section « historique » des fiches du FP. Une entreprise était rejetée si aucune information n'était disponible sur les membres de son conseil d'administration. Les états financiers de 1986 à 1988 ont été recueillis pour les 107 autres entreprises et ont été ajoutés à la banque de données.

CONSEILS D'ADMINISTRATION

POUR LES DEUX ENSEMBLES DE DONNÉES, nous avons examiné les circulaires de sollicitation de procurations de la société, le *Financial Post's Directory of Directors* et le *Who's Who in Canadian Business*, de Kofmel, pour trouver des renseignements personnels au sujet des administrateurs. Chacun d'eux a été classé comme :

- administrateur *interne*, s'il était un employé ou un ex-employé de l'entreprise ou de l'une de ses filiales;
- administrateur *externe affilié*, s'il semblait être un parent d'un administrateur interne ou si les renseignements disponibles indiquaient qu'il avait une relation d'affaires quelconque avec l'entreprise;
- « administrateur *du groupe* », s'il détenait un autre poste d'administrateur dans une entreprise du même groupe, tel qu'identifié par Statistique Canada;
- administrateur *externe* (*indépendant*), dans tous les autres cas.

Les deux premiers sous-groupes sont désignés comme étant les administrateurs de l'intérieur; les deux derniers correspondent aux administrateurs de l'extérieur. Nous avons consigné le nombre de comités du conseil auquel un administrateur peut siéger, le nombre de droits de vote que lui ou sa famille possède ou contrôle, et le nombre total de postes d'administrateur qu'il peut

détenir dans d'autres sociétés dont les actions sont inscrites en bourse. (S'il y avait des actions comportant des droits de vote restreints en circulation, nous avons tenu compte des droits de vote plutôt que des droits de propriété.)

SOCIÉTÉS

EN CE QUI A TRAIT AUX SOCIÉTÉS, NOUS AVONS AUSSI ÉTUDIÉ les circulaires de sollicitation de procurations, les fiches du FP, ainsi que les données de Statistique Canada pour préciser la répartition des droits de vote entre les actionnaires. Une société était ensuite classée selon le type de propriété qui la caractérisait :

- propriété concentrée à l'intérieur, lorsque les administrateurs détenaient 20 p. 100 ou plus des droits de vote;
- propriété concentrée à l'extérieur, lorsque trois des principaux actionnaires ou moins détenaient 20 p. 100 ou plus des droits de vote;
- propriété dispersée, lorsque trois des principaux actionnaires ou administrateurs, ou moins, ne possédaient pas plus de 20 p. 100 des droits de vote.

Les ratios financiers et les autres données ont été calculés comme il suit :

Dividendes – ratio des dividendes versés sur les actions ordinaires à la valeur comptable des actions ordinaires[39].

Rendement sur l'actif – « taux de rendement excédentaire », égal à la différence entre le taux de rendement comptable sur l'actif de l'entreprise *i* et celui de son industrie, *j*, divisé par la valeur absolue du taux moyen, *j*, de l'industrie. Les moyennes ont été calculées pour les deux exercices précédant la date de l'observation.

$$\left[\frac{\left\{ \frac{\text{bénéfice d'exploitation moyen}}{\text{actif total}} \right\}_i - \left\{ \frac{\text{bénéfice d'exploitation moyen}}{\text{actif total}} \right\}_j}{\left| \frac{\text{bénéfice d'exploitation moyen}}{\text{actif total}} \right|_j} \right]$$

Actif – Actif total de la société *i*, en dollars canadiens de 1992 (c'est-à-dire, corrigé en fonction de l'indice des prix à la consommation).

Industrie – Code de la classification type des industries de l'entreprise *i*, selon Statistique Canada.

Cible – Variable auxiliaire prenant la valeur 1 pour les entreprises ayant reçu une offre publique d'achat contestée par le conseil d'administration et la valeur 0 dans les autres cas.

D/A – Ratio de l'endettement total à l'actif, selon les valeurs comptables.

Rémunération des gestionnaires – Ratio de la rémunération variable à la rémunération fixe.

$$: \quad \frac{VS + VOp}{SB + DF + DC + OC}$$

où :

VS =	Valeur au marché des actions détenues par les gestionnaires et les membres de leur famille
VOp =	Valeur au marché des options d'achat d'actions pouvant être exercées et détenues par les gestionnaires et les membres de leur famille
SB =	Salaires et bonis
DF =	Jetons de présence d'administrateur
DC =	La rémunération reportée, c'est-à-dire les avantages marginaux et les cotisations versées par l'entreprise aux régimes d'épargne des gestionnaires
OC =	Autre rémunération, par exemple, les avantages financiers découlant de prêts sans intérêt consentis aux gestionnaires.

L'industrie à laquelle l'entreprise *i* appartient se caractérise aussi par les éléments suivants :

Ratio des connaissances – Ratio du personnel technique, scientifique et professionnel à l'effectif total, tel qu'établi par Beck (1992).

Réglementation – Variable auxiliaire prenant la valeur 1 pour les entreprises appartenant aux industries suivantes : services publics, communications, entreposage, transports et services financiers, sauf les sociétés de portefeuille; cette variable prend la valeur 0 dans les autres cas.

Statistiques Descriptives

Dans les tableaux 4 et 5, nous présentons certaines statistiques descriptives sur les principales caractéristiques des 258 conseils d'administration que nous avons examinés.

Premièrement, signalons l'importance numérique des administrateurs de l'extérieur (tableau 4). Même si notre définition d'un administrateur de l'extérieur est quelque peu restrictive, y compris pour les entreprises dont la propriété est concentrée à l'intérieur, seulement 13 p. 100 avaient un ratio des administrateurs de l'intérieur aux administrateurs de l'extérieur égal ou inférieur à 25 p. 100. La valeur médiane est supérieure à 50 p. 100, qui représente la majorité absolue, à la fois dans le modèle de la propriété dispersée et celui de la propriété concentrée à l'extérieur. Deuxièmement, le choix des définitions opérationnelles pour les quatre sous-ensembles d'administrateurs

TABLEAU 4

DISTRIBUTION STATISTIQUE DU POURCENTAGE D'ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR[a] SIÉGEANT AU CONSEIL D'ADMINISTRATION

	NOMBRE DE SOCIÉTÉS			
%	ENSEMBLE DE L'ÉCHANTILLON	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE[b]	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR[c]	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR[d]
0 - 10	8	3	4	1
11 - 15	7	3	3	1
16 - 20	8	2	5	1
21 - 25	7	0	5	2
26 - 30	17	4	8	5
31 - 35	11	2	6	3
36 - 40	28	7	8	13
41 - 45	19	8	8	7
46 - 50	22	4	8	6
51 - 55	9	2	4	3
56 - 60	33	11	6	16
61 - 65	17	6	8	3
66 - 70	25	9	6	10
71 - 75	18	10	4	4
76 - 80	12	5	5	2
81 - 85	7	6	0	1
86 - 90	6	1	3	2
91 - 95	3	1	0	2
96 - 100	1	0	0	1
TOTAL	258	84	91	83
MOYENNE (%)	51	55	45	53
MÉDIANE (%)	54	58	44	55

NOTA : a Comprend les représentants du groupe et les administrateurs indépendants n'ayant pas de lien avec l'entreprise sauf pour ce qui est de leur siège au conseil d'administration.
b Ni les administrateurs ni les trois principaux actionnaires ne détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
c Les administrateurs détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
d Les trois principaux actionnaires détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.

est important (tableau 5). Certaines caractéristiques qui semblent statistiquement différentes entre les trois modes de propriété ne le sont plus lorsque nous regroupons les administrateurs internes et les administrateurs externes affiliés sous la rubrique des administrateurs de « l'intérieur », et les administrateurs du groupe et les administrateurs externes sous la rubrique des administrateurs de « l'extérieur », et vice versa.

Non seulement les administrateurs externes sont-ils plus nombreux dans le cas des entreprises dont la propriété est dispersée, ils occupent aussi davantage de postes au sein des comités du conseil et ont été nommés à un plus grand nombre de postes d'administrateur dans d'autres sociétés. Par contre, les

TABLEAU 5

PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES DES CONSEILS D'ADMINISTRATION

	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR	GR 1 c. GR 2		GR 1 c. GR 3		GR 2 c. GR 3		ENSEMBLE DE L'ÉCHANTILLON	
	GR 1 N=84	GR 2 N=91	GR 3 N=83	TEST T |T|	PROB.	TEST T |T|	PROB.	TEST T |T|	PROB.	TEST DE WILCOXON X^2	PROB.
Composition du conseil											
Nombre moyen :											
Administrateurs internes	3,08	3,99	3,60	3,25	0,0014	1,66	0,1010	1,15	0,2537	8,43	0,0148
Administrateurs externes affiliés	1,20	1,15	0,99	0,27	0,7868	1,23	0,2213	1,01	0,3156	1,28	0,5272
Total partiel : administrateurs de l'intérieur	4,29	5,14	4,59	2,60	0,0100	0,89	0,3730	1,50	0,1345	5,15	0,0762
Administrateurs externes (« groupe »)	2,15	1,36	1,48	1,84	0,0689	1,82	0,0712	0,35	0,7247	7,06	0,0293
Administrateurs indépendants	3,80	3,56	3,81	0,55	0,5831	0,02	0,9822	0,67	0,5063	0,91	0,6337
Total partiel : administrateurs de l'extérieur	5,95	4,92	5,29	1,83	0,0688	1,29	0,1974	0,78	0,4374	4,64	0,0981
Nombre moyen de sièges des comités du conseil occupés :											
Administrateurs internes	1,56	1,86	1,95	1,05	0,2949	1,25	0,2118	0,28	0,7763	0,42	0,8090
Administrateurs externes affiliés	0,73	0,56	0,61	0,96	0,3425	0,60	0,5489	0,36	0,7189	0,12	0,9439
Total partiel : administrateurs de l'intérieur	2,29	2,42	2,57	0,36	0,7212	0,72	0,4702	0,38	0,7037	0,36	0,8348
Administrateurs externes (« groupe »)	1,62	0,98	0,89	1,43	0,1550	1,95	0,0530	0,25	0,8004	7,33	0,0256
Administrateurs indépendants	2,39	1,76	2,30	1,24	0,2168	0,16	0,8720	1,29	0,1994	1,17	0,5584
Total partiel : administrateurs de l'extérieur	4,01	2,74	3,19	1,92	0,0562	1,24	0,2167	0,83	0,4094	3,60	0,1652
Nombre moyen de postes d'administrateur détenus dans d'autres sociétés :											
Administrateurs internes	1,67	1,25	1,28	1,42	0,1589	1,33	0,1867	0,11	0,9107	3,25	0,1970
Administrateurs externes affiliés	2,20	1,37	2,42	1,85	0,0670	0,44	0,6614	2,49	0,0147	7,19	0,0274
Total partiel : administrateurs de l'intérieur	1,87	1,34	1,46	1,80	0,0732	1,45	0,1481	0,50	0,6198	5,58	0,0613

TABLEAU 5 (FIN)

	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR	GR 1 c. GR 2		GR 1 c. GR 3		GR 2 c. GR 3		ENSEMBLE DE L'ÉCHANTILLON	
	GR 1 N=84	GR 2 N=91	GR 3 N=83	TEST T |T|	PROB.	TEST T |T|	PROB.	TEST T |T|	PROB.	TEST DE WILCOXON X^2	PROB.
Administrateurs externes (« groupe »)	3,68	3,37	2,59	0,54	0,5905	2,14	0,0350	1,67	0,0991	4,97	0,0832
Administrateurs indépendants	2,09	1,19	1,60	3,55	0,0005	1,73	0,0851	1,96	0,0522	6,78	0,0336
Total partiel : administrateurs de l'extérieur	**2,62**	**1,73**	**2,05**	**2,91**	**0,0041**	**1,76**	**0,0778**	**1,34**	**0,1813**	**7,61**	**0,0223**
Durée moyenne du mandat au conseil d'administration (en années) :											
Administrateurs internes	8,23	11,58	8,21	3,75	0,0002	0,02	0,9867	3,79	0,0002	17,07	0,0002
Administrateurs externes affiliés	6,13	5,62	4,50	0,53	0,5984	1,68	0,0950	1,24	0,2150	2,85	0,2411
Total partiel : administrateurs de l'intérieur	**10,26**	**9,76**	**9,30**	**0,38**	**0,7027**	**0,68**	**0,4979**	**0,35**	**0,7279**	**0,47**	**0,7904**
Aadministrateurs externes (« groupe »)	4,47	2,85	4,94	2,09	0,0380	0,45	0,6545	2,43	0,0163	4,77	0,0919
Administrateurs indépendants	6,87	6,24	6,36	0,80	0,4227	0,71	0,4816	0,18	0,8610	0,74	0,6893
Total partiel : administrateurs de l'extérieur	**7,44**	**6,59**	**7,36**	**0,64**	**0,5316**	**0,05**	**0,9591**	**0,51**	**0,6090**	**0,20**	**0,9052**
Pourcentage des droits de vote détenus :											
Administrateurs internes	1,57	46,46	2,13	15,23	0,0000	0,86	0,3904	14,83	0,0000	153,37	0,0001
Administrateurs externes affiliés	0,16	0,91	0,11	1,74	0,0845	0,42	0,6741	1,86	0,0644	7,89	0,0194
Total partiel : Administrateurs de l'intérieur	**1,73**	**47,37**	**2,24**	**15,80**	**0,0000**	**0,77**	**0,4408**	**15,41**	**0,0000**	**8,60**	**0,0136**
Administrateurs externes (« groupe »)	0,39	5,52	0,41	3,07	0,0025	0,07	0,9482	3,04	0,0027	2,05	0,3586
Administrateurs indépendants	0,67	3,71	0,49	3,21	0,0016	0,54	0,5895	3,46	0,0007	18,72	0,0001
Total partiel : administrateurs de l'extérieur	**1,06**	**9,23**	**0,90**	**4,33**	**0,0000**	**0,34**	**0,7349**	**4,39**	**0,0000**	**3,31**	**0,1912**

NOTA : Administrateurs internes : employés ou ex-employés de la société ou de l'une de ses filiales.
Administrateurs externes affiliés : parents d'administrateurs internes et administrateurs qui ont un lien d'affaires quelconque avec l'entreprise.
Administrateurs externes (« groupe ») : administrateurs qui détiennent un siège au conseil d'administration d'une autre entreprise appartenant au même groupe.
Administrateurs indépendants : tous les autres administrateurs.
Propriété dispersée : ni les administrateurs ni les trois principaux actionnaires ne détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
Propriété concentrée à l'intérieur : les administrateurs détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
Propriété concentrée à l'extérieur : les trois principaux actionnaires détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.

administrateurs internes occupent leur poste pendant des mandats de plus longue durée, ce qui est lié au fait qu'ils contrôlent un pourcentage relativement élevé des droits de vote. Cela est attribuable à la répartition que nous avons faite de l'échantillon en fonction de cette caractéristique.

Sous la plupart des aspects (sauf le pourcentage des droits de vote détenus), les deux groupes correspondant à la propriété concentrée ne semblent pas différer de façon significative.

COMPOSITION DU CONSEIL ET SURVEILLANCE

NOUS AVONS D'ABORD ENVISAGÉ D'UTILISER le ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur comme indicateur du niveau de surveillance ou de la répartition du pouvoir dans l'entreprise. En d'autres termes, nous avons fait l'hypothèse que, connaissant les déterminants de ce ratio, nous pouvions en déduire quels groupes souhaitent exercer une surveillance sur les gestionnaires. L'équation (1) s'appuie sur l'hypothèse que (en tenant constantes certaines variables de contrôle) le ratio est déterminé par la répartition des droits de propriété.

TEST PRÉLIMINAIRE

NOUS AVONS D'ABORD ESTIMÉ, POUR L'ENSEMBLE DE NOS OBSERVATIONS, une équation de régression semblable à celle présentée dans certains travaux (les probabilités figurent entre parenthèses)[40].

Ratio des administrateurs de l'extérieur/de l'intérieur =

$$
\begin{aligned}
&- 1{,}1080 + 0{,}2377 \times \text{logarithme de l'actif} \\
&\quad (0{,}1933)\ (0{,}0003) \\
&+ 0{,}0816 \times \text{entreprises réglementées} \\
&\quad (0{,}7632) \\
&- 0{,}0101 \times \text{durée du mandat des administrateurs de l'intérieur} \\
&\quad (0{,}5780) \\
&- 1{,}3016 \times \text{droits de vote détenus par des administrateurs internes} \\
&\quad (0{,}0026) \\
&+ 2{,}9065 \times \text{droits de vote détenus par des administrateurs externes} \\
&\quad (0{,}0024) \\
&- 0{,}3655 \times \text{blocs d'actions détenus par des non-membres} \\
&\quad (0{,}3647)
\end{aligned}
$$

R^2 corrigé = 0,1179 (N = 255)

Ce résultat se compare à ceux que nous venons tout juste de citer et laisse penser que nos données ne sont probablement pas sensiblement différentes de

celles recueillies aux États-Unis. Le signe négatif qui apparaît pour la variable représentant les droits de vote des administrateurs internes corrobore l'hypothèse du retranchement, tandis que le signe positif observé pour les administrateurs externes est conforme à l'hypothèse de la surveillance. Mais il est étonnant de constater que le coefficient des blocs d'actions détenus par des non-membres n'est pas significatif : cela n'est pas conforme à cette hypothèse. On aurait pu s'attendre à ce que les actionnaires importants, même s'ils ne sont pas directement représentés au conseil, préfèrent un ratio relativement élevé d'administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur. Cependant, l'équation est estimée pour un ensemble de groupes hétérogènes (c'est-à-dire, pour les trois types différents de propriété) et pourrait capter des différences entre les groupes plutôt que des différences entre les entreprises. Une technique qui pourrait permettre de tenir compte de cet effet serait de répartir les données selon le genre de propriété.

PROPRIÉTÉ ET RATIO DES ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR AUX ADMINISTRATEURS DE L'INTÉRIEUR

AU TABLEAU 6, NOUS PRÉSENTONS DES MESURES de tendance centrale pour les variables dépendantes et indépendantes qui figurent dans les équations de régression. Il y a certains écarts importants entre les trois groupes. Les entreprises appartenant au groupe de la propriété dispersée affichent, en moyenne, un ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes plus élevé. Cependant, il s'agit aussi des entreprises les plus grandes, du point de vue de l'actif total, et elles représentent le pourcentage le plus élevé de cibles de prise de contrôle. À ces égards, les entreprises dont la propriété est concentrée à l'intérieur ont tendance à se regrouper à l'autre extrémité de la distribution statistique. En moyenne, elles ont un ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur moins élevé : les sociétés contrôlées par les gestionnaires préfèrent les administrateurs internes.

Au tableau 7, nous présentons un test multivarié du modèle destiné à expliquer la surveillance des gestionnaires par l'intermédiaire de la composition du conseil d'administration.

Premièrement, signalons que le ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur est sensiblement plus élevé dans le cas des entreprises réglementées dont la propriété est dispersée, la réglementation étant représentée ici par une variable auxiliaire. Mais cela ne s'applique ni à l'un ni à l'autre des modèles de propriété concentrée. Une telle combinaison de résultats laisse penser que cet effet n'est pas attribuable à l'intervention des responsables de la réglementation. Il est conforme à l'hypothèse selon laquelle les entreprises réglementées dont la propriété est dispersée prennent l'initiative de structurer leur conseil d'administration en y admettant un pourcentage relativement élevé de personnes de l'extérieur, en réponse à une préférence perçue de leurs actionnaires.

La répartition des droits de vote est représentée par trois variables instrumentales : les blocs d'actions détenus par des non-membres du conseil d'administration, les droits de vote détenus par les administrateurs internes et les droits de vote détenus par les administrateurs externes. Les actionnaires importants qui ne siègent pas au conseil d'administration exercent une influence sur la composition du conseil dans le sens d'un ratio plus élevé des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur. C'est l'effet que prédit l'hypothèse de la surveillance. Quant aux administrateurs internes, les blocs d'actions qu'ils détiennent ont une corrélation négative avec la variable dépendante pour le sous-ensemble des entreprises dont la propriété est dispersée. Mais le coefficient de régression n'est pas significatif dans le cas des entreprises dont la propriété est concentrée. Ces résultats laissent penser que les administrateurs internes peuvent chercher à s'enraciner dans les entreprises dont la propriété est dispersée, qu'ils ont déjà réussi à le faire dans les entreprises dont la propriété est concentrée à l'intérieur et qu'ils ne peuvent y parvenir dans le cas où la propriété est concentrée à l'extérieur. Les droits de vote détenus par les administrateurs externes semblent jouer un rôle significatif et positif uniquement dans les entreprises dont la propriété est concentrée à l'intérieur.

La taille, représentée par le logarithme de l'actif total, a un coefficient de régression positif et significatif, mais uniquement dans le cas des entreprises dont la propriété est concentrée à l'intérieur. Cela est conforme à la relation que résume la figure 1. Les entreprises classées sous le modèle de la propriété dispersée sont les plus grandes, en moyenne, et elles occupent la partie supérieure plane de la courbe. Dans une moindre mesure, cela est aussi vrai des sociétés dont la propriété est concentrée à l'extérieur, tandis que celles dont la propriété est concentrée à l'intérieur figurent dans la partie ascendante de la courbe et en sont encore au stade où leur ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur augmente.

L'excédent du taux moyen de rendement sur l'actif de l'entreprise par rapport à celui de l'industrie semble être significatif et positif dans le cas des sociétés dont la propriété est dispersée, mais non dans le cas des entreprises appartenant à l'un ou l'autre modèle de propriété concentrée. Cela déroge de l'hypothèse selon laquelle les administrateurs externes exercent un effet favorable perceptible sur le rendement, parce que nous devrions nous attendre à ce que le coefficient de régression soit positif et significatif pour les trois formes de propriété. Plutôt, le résultat est conforme aux hypothèses conjointes que les entreprises relativement rentables ont plus de facilité à attirer des administrateurs professionnels et que ces derniers représentent une certaine forme de coût de fidélisation que doivent assumer les entreprises dont la propriété est dispersée.

Enfin, signalons que nos tests ne font ressortir aucune preuve indiquant une substitution quelconque entre le pourcentage des administrateurs de l'extérieur siégeant au conseil d'administration et les mécanismes de contrôle

TABLEAU 6

VALEURS MOYENNES DES VARIABLES DÉPENDANTES ET INDÉPENDANTES UTILISÉES DANS LES ÉQUATIONS DE RÉGRESSION DES TABLEAUX 7, 8 ET 9

	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE (N=84)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR (N=91)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR (N=83)	TEST DE KRUSKAL-WALLIS	
				X2	PROB.
[Administrateurs de l'extérieur/de l'intérieur]	1,8786	1,2952	1,6529	10,471	0,0053
[Administrateurs de l'extérieur* autres postes d'administrateur]/ [Administrateurs de l'intérieur* autres postes d'administrateur]	3,7701	3,3801	3,2797	0,765	0,6823
[Administrateurs de l'extérieur* comités du conseil]/ [Adminstrateurs de l'intérieur* comités du conseil]	2,3287	1,6011	1,7330	3,994	0,1392
Ratio du personnel technique et professionnel à l'effectif total, par industrie[a]	25,0083	24,9879	26,6277	2,909	0,2335
Entreprises réglementées (%)[b]	19,0476	18,6813	19,2771	0,010	0,9949
Blocs d'actions détenus par des non-membres (%)[c]	0,0339	0,0496	0,5705	187,770	0,0001
Cibles d'une OPA hostile (%)[b]	32,1429	14,2857	13,2530	12,010	0,0025
Ratio dette/actif	0,5553	0,5522	0,5198	1,476	0,4780
Actif total (1992) (en milliers de dollars)	1,779,946	690,703	1,065,061	8,653	0,0132
Dividendes/valeur aux livres des actions ordinaires[d]	0,0241	0,1376	0,0232	0,392	0,8221
Taux de rendement excédentaire sur l'actif	1,2533	2,4838	1,1094	1,824	0,4018

NOTA : a Tel que fourni par Beck, 1992.
b En pourcentage du nombre d'entreprises.
c Détenus par les trois plus importants actionnaires ne faisant pas partie du conseil d'administration, en pourcentage du nombre total de droits de vote pouvant être exercés.
d Les valeurs médianes pour les trois groupes sont, respectivement, de 0,0262, 0,0263 et 0,0241.

Tableau 6 – Definitions employées

Propriété dispersée – ni les administrateurs ni les trois principaux actionnaires ne détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
Propriété concentrée à l'intérieur – les administrateurs détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
Propriété concentrée à l'extérieur – les trois principaux actionnaires détiennent 20 p. 100 ou plus des droits de vote.
Administrateurs externes – comprend les représentants de groupes et les administrateurs indépendants.
Administrateurs internes – comprend les employés ou ex-employés de l'entreprise et de ses filiales et les administrateurs de l'extérieur affiliés.
Taux de rendement excédentaire sur l'actif – différence entre le taux de rendement moyen sur l'actif de l'entreprise et celui de l'industrie, divisée par la valeur absolue du taux moyen de l'industrie.

financier tels que le ratio dette/actif et le ratio dividendes/bénéfices. Les signes négatifs de ces coefficients auraient été implicites dans l'hypothèse de substitution.

Le ratio du personnel technique et professionnel à l'effectif total (ratio des connaissances), qui vise à servir de variable instrumentale pour la complexité, n'est pas significatif. Cela est peut-être dû à des erreurs de mesure : le ratio est calculé pour l'industrie et non l'entreprise. Il se peut aussi que cet effet puisse avoir été saisi par la variable représentant la taille.

Dans le modèle de la propriété concentrée à l'extérieur, l'équation de régression n'a pas de pouvoir explicatif. Cela est conforme à l'hypothèse selon laquelle la propriété est si concentrée que la composition du conseil peut être adaptée précisément aux préférences et possibilités des actionnaires. Par conséquent, aucune régularité empirique n'est détectable[41].

La principale leçon que nous puissions provisoirement tirer du tableau 7 est que, dans le modèle de la propriété dispersée et dans celui de la propriété concentrée à l'intérieur, la composition du conseil est déterminée par la répartition des droits de propriété, telle que représentée par les blocs d'actions détenus. Étant donné que les parties les plus intéressées persistent à nommer des administrateurs provenant de leurs rangs, ils doivent être convaincus de retirer des avantages nets de cette pratique[42]. Cependant, cela ne signifie pas forcément que ces avantages perçus peuvent faire ressortir une corrélation positive observable entre le taux de rendement sur l'actif et la composition du conseil d'administration. Nous nous tournons maintenant vers cette question.

Composition du conseil et rendement

La question qui nous intéresse est la suivante : le rendement d'une société, tel que mesuré par le taux de rendement sur l'actif, peut-il être expliqué en partie par ces mécanismes de régie, de façon générale, et par la composition du conseil d'administration, en particulier ? Pour y répondre, nous avons employé le taux de rendement excédentaire sur l'actif comme variable dépendante.

TABLEAU 7

RÉGRESSION DU RATIO DU NOMBRE D'ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR AU NOMBRE D'ADMINISTRATEURS DE L'INTÉRIEUR[a]

VARIABLES INDÉPENDANTES	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE (N=81)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR (N=89)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR (N=79)
Ordonnée à l'origine	–1,6663 (0,3106)	–1,7815 (0,1333)	4,4529 (0,0693)
Ratio du personnel technique et professionnel à l'effectif total, pour l'industrie	0,0211 (0,1768)	–0,0219 (0,0246)	–0,0141 (0,4359)
Règlementation : variable auxiliaire prenant la valeur 1 si l'industrie est réglementée et la valeur 0 autrement	1,1413 (0,0326)	–0,5579 (0,1397)	–0,2796 (0,6390)
Blocs d'actions détenus, non-membres du conseil d'administration (%)	9,1052 (0,0040)	2,6494 (0,0522)	–2,1819 (0,0704)
Droits de vote des administrateurs internes (%)	–12,0389 (0,0307)	–0,5394 (0,3710)	–2,5981 (0,5593)
Droits de vote des administrateurs externes (%)	–5,7211 (0,4076)	4,3219 (0,0001)	–5,2642 (0,4910)
Cible : variable auxiliaire prenant la valeur de 1 si l'entreprise a été la cible d'une OPA hostile et la valeur 0 autrement	0,0881 (0,8278)	0,2591 (0,4742)	–0,5911 (0,3577)
Ratio dette/actif	0,7210 (0,3383)	0,7465 (0,2458)	–0,6783 (0,5760)
Logarithme (actif total)	0,1511 (0,2423)	0,2476 (0,0075)	–0,0386 (0,8109)
Ratio dividendes/valeur aux livres des actions ordinaires	–0,0727 (0,9720)	–0,0789 (0,5210)	–3,0291 (0,2114)
Taux excédentaire de rendement sur l'actif	0,3031 (0,0018)	–0,0008 (0,9675)	0,0087 (0,8475)
R^2	0,3983	0,4636	0,1078
Valeur de F	4,7000 (0,0001)	6,8280 (0,0001)	0,8340 (0,5978)

NOTA : a Les probabilités figurent entre parenthèses.
Définitions : voir les notes du tableau 6.

MODÈLE À UNE ÉQUATION

NOUS AVONS D'ABORD FAIT L'HYPOTHÈSE que le taux excédentaire de rendement est statistiquement lié à trois facteurs : les mécanismes de régie de la société, les variables financières et un certain nombre de variables de contrôle. Toutes les variables figurent déjà au tableau 1.

Le premier mécanisme de régie que nous avons examiné est la répartition de la propriété. Nous nous attendons à ce que les actionnaires importants participent aux activités de surveillance (en plus d'exercer une influence sur la composition du conseil d'administration) qui se traduisent par une amélioration du rendement financier. Par ailleurs, les gestionnaires ou les actionnaires internes devraient s'approprier des avantages privés qui ont pour effet de réduire le rendement tel que perçu par les autres propriétaires. Dans la même veine, les responsables de la réglementation sont considérés comme des surveillants dont l'allégeance va aux consommateurs, plutôt qu'aux propriétaires, à moins qu'ils n'aient été cooptés par l'industrie. Quant à savoir si la réglementation améliore ou non le rendement, c'est là un point que l'on peut débattre. La forme de rémunération des gestionnaires devrait être un puissant mécanisme d'amélioration du rendement parce qu'il est conçu de manière à aligner les intérêts des gestionnaires sur ceux des actionnaires. La composition du conseil est le dernier élément parmi les mécanismes de régie.

Le deuxième facteur comprend les variables financières. Le rapport négatif entre le ratio dette/actif et le taux de rendement comptable a été abondamment étudié dans la documentation[43] : plus les bénéfices sont importants, plus il est probable que l'entreprise réduira son endettement. Par conséquent, nous avons besoin du ratio dette/actif comme variable de contrôle et nous nous attendons à ce qu'elle arbore un signe négatif. Cependant, la notion d'endettement en tant que mécanisme de régie des sociétés laisse penser que les gestionnaires qui se retrouvent avec des liquidités réduites sont forcés de concentrer leur attention sur des dépenses en capital dont la valeur actualisée est positive. Cela signifierait qu'il existe un rapport positif entre le taux excédentaire de rendement et le ratio dette/actif. Par un raisonnement semblable, on pourrait aussi s'attendre à observer une relation positive entre le taux excédentaire de rendement et le ratio des dividendes à la valeur comptable des actions ordinaires.

Le troisième facteur vise à contrôler les conditions d'exploitation et la complexité, telles que représentées par la taille et le ratio des connaissances, ainsi que la vulnérabilité à une prise de contrôle. On peut s'attendre à ce que les entreprises dont le taux de rendement comptable est moins élevé aient plus de chance de devenir la cible d'une tentative de prise de contrôle hostile.

Pour résumer, nous avons testé le modèle statistique suivant :

Taux excédentaire
de rendement = f (blocs d'actions détenus par des administrateurs de l'intérieur, blocs d'actions détenus par des intérêts de l'extérieur, mode de rémunération des gestionnaires, composition du conseil, réglementation, ratio dette/actif, ratio dividendes/valeur comptable, taille, ratio des connaissances et cible d'une prise de contrôle. (2)

Les résultats de cette régression, selon le type de propriété, sont présentés au tableau 8.

Comme dans certaines études récentes[44], cette estimation à l'aide des moindres carrés ordinaires laisse penser qu'il existe une relation significative entre la composition du conseil d'administration et le rendement d'une entreprise, même si l'hypothèse ne tient que dans le cas de la propriété dispersée. Cela concorde avec la proposition selon laquelle le rôle joué par les administrateurs externes est fonction du type de propriété. Cependant, si les administrateurs de l'extérieur expliquent le rendement, nous devrions aussi nous attendre à ce que la composition du conseil joue un rôle significatif dans le modèle de la propriété concentrée à l'extérieur. À vrai dire, nous pourrions ne pas observer un rapport de cause à effet parce que la propriété et la composition du conseil peuvent être endogènes par rapport au rendement. Ce problème est envisagé au tableau 9.

Modèle d'équations simultanées

Le tableau 9 renferme les résultats des estimations obtenues à l'aide d'équations simultanées (1) et (2). En appliquant la méthode des doubles moindres carrés, nous avons estimé simultanément les déterminants de la composition du conseil et du taux excédentaire de rendement. Nous commentons les résultats obtenus dans ce qui suit.

Encore une fois, nous constatons que la composition du conseil, dans le modèle de la propriété dispersée, est déterminée par la répartition des droits de vote : le ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur augmente parallèlement aux blocs d'actions détenus par des nonmembres et diminue avec l'augmentation des blocs d'actions détenus par des administrateurs. Ces tendances sont conformes aux hypothèses de la surveillance et du retranchement, respectivement. Cependant, la variable représentant le taux excédentaire de rendement sur l'actif devient non significative. En outre, la composition du conseil devient aussi une variable explicative non significative du rendement sur l'actif. Ces nouveaux chiffres ne fournissent aucune raison de modifier la teneur de nos conclusions antérieures. Nos données laissent penser que la composition du conseil est considérée comme un élément important par les gros actionnaires, qui tentent d'exercer une surveillance sur les gestionnaires,

TABLEAU 8

RÉGRESSION DU RATIO DU TAUX DE RENDEMENT SUR L'ACTIF DE L'ENTREPRISE[a]

VARIABLES INDÉPENDANTES	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE (N=81)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR (N=89)	PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR (N=79)
Ordonnée à l'origine	–1,6282 (0,3671)	9,4191 (0,1871)	–3,9241 (0,5316)
Ratio du personnel technique et professionnel à l'effectif total, pour l'industrie	0,0032 (0,8649)	0,0784 (0,1808)	0,0177 (0,7107)
Règlementation : variable auxiliaire prenant la valeur 1 si l'industrie est réglementée et la valeur 0 autrement	–0,0222 (0,9724)	2,9404 (0,1792)	–1,1286 (0,4829)
Blocs d'actions détenus, non-membres du conseil d'administration (%)	–6,1296 (0,0943)	–19,0639 (0,0183)	3,0404 (0,3395)
Droits de vote des administrateurs internes (%)	0,5631 (0,9323)	0,0355 (0,9913)	–6,7114 (0,6157)
Cible : variable auxiliaire prenant la valeur de 1 si l'entreprise a été la cible d'une OPA hostile et la valeur 0 autrement	–0,1755 (0,7032)	1,0836 (0,6157)	–0,5079 (0,7703)
Ratio dette/actif	–0,2254 (0,7967)	–1,2302 (0,7492)	–1,7163 (0,5919)
Logarithme (actif total)	–0,0609 (0,6648)	–0,6819 (0,2529)	0,2785 (0,5061)
Ratio dividendes/valeur aux livres des actions ordinaires	0,3658 (0,8806)	–0,3334 (0,6505)	13,4372 (0,0599)
Composition du conseil : ratio administrateurs externes/internes	0,3888 (0,0043)	0,4452 (0,4688)	0,0678 (0,8314)
Rémunération des gestionnaires : ratio de la rémunération variable/fixe	0,0003 (0,1575)	–0,0046 (0,7748)	0,0933 (0,1645)
R^2	0,1836	0,1228	0,1144
Valeur de F	1,5970 (0,1253)	1,1050 (0,3686)	0,8790 (0,5572)

NOTA : a Les probabilités figurent entre parenthèses.
Définitions : voir les notes du tableau 6.

TABLEAU 9

RÉGRESSIONS SIMULTANÉES (DOUBLES MOINDRES CARRÉS) DU RATIO DES ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR AUX ADMINISTRATEURS DE L'INTÉRIEUR DU TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF[a]

VARIABLES INDÉPENDANTES	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE (N=81)		PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR (N=89)		PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR (N=78)	
	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF
Ordonnée à l'origine	–1,7024 (0,3356)	–2,9421 (0,7888)	3,9958 (0,7992)	10,0311 (0,1807)	4,4566 (0,1198)	–7,0268 (0,6704)
Ratio du personnel technique et professionnel à l'effectif total, pour l'industrie	0,0171 (0,3395)	0,0625 (0,6520)	0,0272 (0,8376)	0,1038 (0,1076)	–0,0143 (0,4435)	0,0279 (0,6921)
Réglementation : variable auxiliaire prenant la valeur de 1 si l'industrie est réglementée et la valeur 0 autrement	1,0012 (0,1012)	3,1212 (0,6611)	0,9769 (0,8190)	3,2788 (0,1556)	–0,2709 (0,6736)	–0,8965 (0,6585)
Blocs d'actions détenus, non-membres du conseil d'administration (%)	10,2764 (0,0078)	11,7309 (0,7717)	–10,1524 (0,7613)	–23,3915 (0,0104)	–2,1846 (0,1225)	4,7040 (0,5921)
Droits de vote détenus par les administrateurs internes (%)	–10,7583 (0,0866)	–30,4106 (0,6654)	0,9208 (0,8404)	3,4416 (0,4238)	–2,5750 (0,5687)	–4,5890 (0,7921)
Droits de vote détenus par les administrateurs externes (%)	–8,1186 (0,3286)	—	10,2022 (0,5147)	—	–5,2470 (0,4980)	—
Cible :variable auxiliaire prenant la valeur de 1 si l'entreprise a fait l'objet d'une OPA hostile et la valeur 0 autrement	0,2050 (0,6640)	–0,2642 (0,8134)	0,9220 (0,6909)	0,3377 (0,8847)	–0,5869 (0,3658)	–0,0647 (0,9817)
Ratio dette/actif	0,7851 (0,3360)	1,3229 (0,7417)	0,6263 (0,8231)	–2,2451 (0,5845)	–0,6781 (0,5977)	–1,0792 (0,8134)

TABLEAU 9 (FIN)

VARIABLES INDÉPENDANTES	PROPRIÉTÉ DISPERSÉE (N=81)		PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'INTÉRIEUR (N=89)		PROPRIÉTÉ CONCENTRÉE À L'EXTÉRIEUR (N=78)	
	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF	RATIO ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR/ DE L'INTÉRIEUR AU CONSEIL	TAUX EXCÉDENTAIRE DE RENDEMENT SUR L'ACTIF
Logarithme (actif total)	0,1236 (0,3942)	0,4104 (0,7079)	–0,2525 (0,8510)	–0,9935 (0,1384)	–0,0388 (0,8454)	0,2760 (0,5294)
Ratio dividendes/valeur aux livres des actions ordinaires	–0,2274 (0,9192)	0,8971 (0,8800)	–0,3021 (0,6999)	-0,2171 (0,7796)	–3,1733 (0,4919)	15,8957 (0,2613)
Taux excédentaire de rendement sur l'actif	0,6154 (0,2133)	—	–0,7181 (0,6973)	—	0,0108 (0,9681)	—
Composition du conseil : ratio administrateurs de l'extérieur/de l'intérieur	—	–2,0234 (0,7050)	—	2,1401 (0,1403)	—	0,8846 (0,8249)
Rémunération des gestionnaires : ratio rémunération variable/fixe	—	0,0010 (0,5220)	—	–0,0158 (0,4022)	—	0,0933 (0,1844)
R^2	0,3182	0,0195	0,0455	0,1301	0,1046	0,1054
Valeur de *F*	3,3130 (0,0014)	0,1410 (0,9990)	0,3770 (0,9533)	1,1810 (0,3162)	0,7940 (0,6343)	0,8010 (0,6278)

NOTA : a Les probabilités figurent entre parenthèses.
Définitions : voir les notes du tableau 6.

mais elles ne révèlent pas une association détectable entre le rendement[45] et la composition du conseil d'administration.

LA POLITIQUE GOUVERNEMENTALE

QUELLES LEÇONS POUVONS-NOUS TIRER DE CETTE ANALYSE ? Pour le savoir, comparons les objectifs de la *Loi sur les sociétés par actions de régime fédéral* aux données empiriques réunies ici.

Nous prenons pour acquis que l'objectif de la Loi est de créer un contexte tel que des mécanismes de régie efficients soient accessibles et que les ressources de la société soient affectées à leur meilleure utilisation possible. Comme nous avons été incapables de faire ressortir un lien étroit entre le rendement global et la composition du conseil, nous ne pouvons préconiser une réglementation rigoureuse dans ce domaine[46]. Cependant, nous disposons d'éléments de preuve indiquant que, dans le cas d'une entreprise dont la propriété est dispersée, les détenteurs de blocs d'actions tant de l'intérieur que de l'extérieur tentent d'obtenir une représentation au conseil d'administration des entreprises dans lesquelles ils ont investi. C'est là une indication de la volonté d'exercer une surveillance sur les gestionnaires parmi ceux qui sont le plus motivés à le faire de façon efficiente. Nous sommes d'avis que les législateurs pourraient faciliter ce processus de deux façons.

Premièrement, nous avons observé que le ratio apparent des administrateurs externes aux administrateurs internes pouvait différer sensiblement selon la définition, plus ou moins restrictive, que l'on adopte d'un administrateur externe. L'objectif visé étant qu'au moins certains membres du conseil d'administration soient vraiment indépendants du groupe des gestionnaires, nous proposons que les définitions et les règlements de la législation sur les assurances[47] soient aussi intégrés à la *Loi sur les sociétés par action de régime fédéral* : à savoir, que les administrateurs externes affiliés ne soient pas considérés comme des administrateurs indépendants. Deuxièmement, nos travaux empiriques tiennent compte de la répartition des droits de vote plutôt que des droits de propriété. Les deux distributions diffèrent dans la mesure où des droits de vote restreints ont été émis. Afin d'accroître la capacité de surveillance des propriétaires, il serait souhaitable que le vote cumulatif soit obligatoire lorsque certaines des actions en circulation sont assorties d'un droit de vote restreint.

De façon purement intuitive, on pourrait juger souhaitable que le pourcentage des administrateurs externes soit haussé et que la rémunération des administrateurs soit plus étroitement liée à la valeur de l'entreprise et à leur présence aux réunions du conseil. Comme on observe déjà des tendances en ce sens aux États-Unis[48], il y a probablement peu de risque – et probablement aussi peu de gain – à inscrire ces dispositions dans les lois. Enfin, une règle efficace mais controversée consisterait à exiger des administrateurs qu'ils investissent une partie non négligeable de leur fortune personnelle dans l'entreprise

qu'ils surveillent. Une telle mesure devrait être fondée sur la conviction préalable que l'intérêt personnel engendre de puissants stimulants. Toutefois, cela ne serait pas nécessairement vu comme une mesure législative faisable ou même souhaitable.

CONCLUSIONS

LES RÉSULTATS EMPIRIQUES DE LA PRÉSENTE ÉTUDE peuvent se résumer comme suit. Nos données concordent avec l'hypothèse selon laquelle la composition du conseil d'administration est fonction de la répartition des droits de vote. Premièrement, notre modèle statistique simple explique en partie les différences observées dans la composition du conseil entre les modèles de la propriété dispersée et de la propriété concentrée à l'intérieur, mais non du modèle de la propriété concentrée à l'extérieur. Deuxièmement, l'influence des blocs d'actions détenus par des non-membres du conseil d'administration va dans le sens d'un accroissement du ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur. Cela concorde avec l'hypothèse d'une volonté d'exercer une surveillance sur les gestionnaires. L'influence des détenteurs de blocs d'actions qui sont aussi des administrateurs internes va dans le sens inverse. Ce résultat laisse penser qu'ils cherchent à s'enraciner.

Les résultats que nous avons obtenus indiquent que la composition du conseil est perçue comme un élément important et que les actionnaires importants tentent d'exercer une surveillance sur les gestionnaires – mais ne réussissent pas nécessairement à le faire de façon efficiente. Mais, dans la mesure où cela ne va pas sans coût, un tel comportement n'a pu persister que s'il procure certains avantages à ceux qui l'adoptent. En ce sens, nos données fournissent des indices indirects de l'existence d'un rapport entre la composition du conseil et le rendement, mais nous avons été incapables de faire ressortir une preuve directe de cette relation.

Notre modèle statistique n'explique pas la composition du conseil dans le modèle de la propriété concentrée à l'extérieur. Les entreprises de notre sous-échantillon se comportent comme si la combinaison de mécanismes de régie était unique à chacune ou, paradoxalement, comme si elle n'avait guère d'importance.

Ce n'est que dans le modèle de la propriété dispersée que le ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur est plus élevé parmi les entreprises réglementées. Cela ne concorde pas avec l'hypothèse de la substitution entre la réglementation et la composition du conseil, mais incite plutôt à penser que les gestionnaires cherchent à obtenir les services d'administrateurs externes comme moyen de fidélisation visant à convaincre les actionnaires qu'ils sont engagés à ne pas les exproprier.

Nous n'avons relevé aucune preuve indiquant que les politiques d'endettement et de dividendes soient des mesures pouvant être substituées à la composition du conseil ou que cette dernière constitue un moyen de défense efficace contre les tentatives de prise de contrôle.

Dans l'ensemble, les données présentées dans cette étude indiquent que les forces axées sur la *surveillance* et le *retranchement* sont simultanément à l'œuvre dans cet échantillon.

NOTES

1 Titre d'un essai de Jensen et Warner, 1988.
2 Voir Stangeland (appendice) qui renferme une description de 11 mécanismes de lutte contre les tentatives de prise de contrôle.
3 Le comportement de la société Inco Limited (1988) constitue un bon exemple de recours simultané à plusieurs mécanismes de régie. En 1988, aux termes d'un exercice marqué par des bénéfices exceptionnels, la société a adopté un régime de droits à l'intention des actionnaires (pilule empoisonnée), elle a versé un dividende spécial de 10 $ (alors que le dividende régulier était de 20 cents) et a presque doublé son endettement à long terme. Cependant, cela n'a fait que rétablir l'endettement au niveau antérieur, niveau qui a été maintenu par la suite. Cette opération a entraîné des déboursés de 10 millions de dollars.
4 Tous les moyens de défense contre les prises de contrôle n'ont pas à être approuvés par les actionnaires (voir Stangeland).
5 Si le régime prévoit une résolution spéciale, en vertu de la *Loi sur les sociétés par actions de régime fédéral*, celle-ci doit être adoptée par une majorité d'au moins les deux tiers des votes exprimés (Canada, 1985).
6 Le cas le mieux connu au Canada est celui du Projet de loi C-131, rédigé par le gouvernement fédéral en vue de prévenir l'accumulation des actions de la Société Canadien Pacifique.
7 Malatesta (1992), p 636.
8 Halpern (1990).
9 Dans le cas de la société Inco, résumé dans la note 3 ci-dessus, la Caisse de dépôt et placement du Québec, un important investisseur institutionnel, est allée devant les tribunaux pour que les actionnaires puissent exercer deux droits de vote plutôt qu'un : un portant sur le dividende spécial et l'autre sur la pilule empoisonnée. Dans au moins l'un des cas, le règlement a éventuellement été assoupli (Alcan). Dans un autre cas (John Labatt), la résolution a été défaite par les actionnaires.
10 Ainsi, la *Loi sur les sociétés par actions de régime fédéral* exige que les sociétés dont les actions sont émises dans le public aient au moins deux administrateurs externes (Canada, 1985, para. 23-427).
11 Ainsi, la *Loi sur les banques du Canada* fixe à 10 p. 100 la limite supérieure du pourcentage des droits de vote liés au capital-actions d'une banque de l'annexe A pouvant être détenu par un actionnaire donné.

12 Voir Brickley et coll. (1988), Pound (1992) et Wahal et coll. (1993).
13 Friend et Lang (1988).
14 Morck et coll. (1988*b*) et McConnell et Servaes (1990).
15 La notion opérationnelle d'administrateur externe est examinée ci-dessous.
16 Weisbach (1988).
17 Hermalin et Weisbach (1988).
18 Brickley et James (1987) pour les banques et Mayers et coll. (non daté) pour l'industrie de l'assurance.
19 Kaplan et Reishus (1990).
20 Shivdasani (1993).
21 St-Pierre et coll. (1994).
22 Beatty et Zajac (1994).
23 Hermalin et Weisbach (1991).
24 Barnhart et coll. (1994).
25 Li (1994).
26 Thain et Leighton (1991).
27 Pour cette section, les travaux les plus utiles ont été ceux de Baysinger et Butler (1985), Brickley et James (1987), Weisbach (1988), Morck et coll. (1988*b*), Beatty et Zajac (1994) et Occasio (1994).
28 La notion de membres affiliés a aussi été retenue dans des lois comme celles qui régissent les compagnies d'assurance. Teolis et coll. (1992); la section 172 traite des administrateurs internes, lesquels ne peuvent représenter plus de 15 p. 100 des administrateurs, tandis que la section 171 traite des personnes apparentées, qui ne peuvent représenter plus des deux tiers.
29 Ces groupes sont définis par Statistique Canada dans la publication intitulée *Liens de parenté entre firmes*, publication n° 61-517 au Catalogue.
30 Dans plusieurs études, les administrateurs se trouvant dans la « zone grise » englobent tous les membres du conseil d'administration qui ne peuvent être classés comme administrateurs internes ou administrateurs indépendants. Amoako-Adu et Smith, dans leur étude portant sur les conseils d'administration au Canada, utilisent la notion d'administrateurs financiers externes.
31 Voir, par exemple, Cotter et coll. (1994) et Kaplan et Reishus (1990).
32 Jensen (1993) fait valoir que le seul administrateur interne devrait être le chef de la direction et que les conseils ne devraient pas compter plus de sept ou huit personnes.
33 Comparez les notes 10 et 28, par exemple.
34 Hermalin et Weisbach (1988) et Weisbach (1988).
35 Chenchuramaiah et coll. (1994) ont examiné le rapport inverse entre l'endettement et la propriété par les gestionnaires.
36 Pour des données indiquant que les entreprises peuvent adopter ce comportement, voir Pound (1992) et Wahal et coll. (1993).

37 Nous supposons explicitement que les ratios dette/actif et dividendes/bénéfices sont indépendants de la répartition de la propriété. Les études empiriques laissent penser que les valeurs sont inférieures dans les deux cas lorsque la propriété de l'entreprise est concentrée à l'intérieur (Friend et Lang, 1988, et Eckbo et Verma, 1994). Pour des raisons fiscales, le ratio des dividendes versés devrait être plus élevé lorsque le principal actionnaire est une société canadienne imposable.

38 À noter que ces fichiers englobent toutes les entreprises qui ont vendu des titres à des investisseurs québécois et non uniquement les entreprises établies au Québec.

39 Nous utilisons comme dénominateur la valeur comptable des actions ordinaires plutôt que les bénéfices courants afin de supprimer l'élément aléatoire que renferme cette dernière valeur. (La valeur comptable des actions ordinaires englobe la valeur cumulative des bénéfices réinvestis. Le ratio que nous utilisons est une estimation comptable du rendement offert par les dividendes.)

40 Voir Weisbach (1988, p. 448) ou Beatty et Zajac (1994, p. 328).

41 Nous avons aussi effectué des régressions en prenant comme variable dépendante le ratio des administrateurs de l'extérieur aux administrateurs de l'intérieur, pondéré en fonction du nombre de postes détenus au sein de comités ou de sièges d'administrateur occupés dans d'autres sociétés. Lorsque la propriété est dispersée, l'actif total et les blocs d'actions détenus, mais non la réglementation, demeurent des variables explicatives statistiquement significatives. Ces deux variables ne sont pas significatives pour les deux groupes où la propriété est concentrée. Comme ces modèles ne semblent avoir aucun pouvoir explicatif, nous ne les avons pas présentés ici.

42 Non seulement les actionnaires principaux persistent-ils à nommer des administrateurs externes, mais les données de l'échantillon laissent penser que cette tendance va en s'accentuant (SpencerStuart, 1993). De toute évidence, ces données provenant des États-Unis s'appliquent au cas de la propriété dispersée.

43 Harris et Raviv (1991) et Gagnon et coll. (1987). Harris et Raviv font valoir qu'il n'y a pas de lien entre l'endettement et le contrôle.

44 Voir Li (1994).

45 Cet énoncé vaut aussi pour les autres mesures du rendement, par exemple le coefficient Q de Tobin, que nous avons appliqué.

46 Pour une conclusion semblable, voir Baysinger et Butler (1985).

47 Les sections utiles sont indiquées à la note 28.

48 SpencerStuart (1993).

REMERCIEMENTS

NOUS AVONS PROFITÉ DES PRÉCIEUX COMMENTAIRES de Randall Morck, Lee Gill et d'un arbitre anonyme. Ces personnes ne sauraient toutefois être tenues responsables des lacunes que pourrait comporter le texte final.

BIBLIOGRAPHIE

Amoako-Adu, B. et B. F. Smith, « Outside Financial Directors and Corporate Performance: An Aspect of Corporate Governance », manuscrit, Université Wilfrid Laurier, non daté.

Baysinger, B. D. et H. N. Butler, « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », *The Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 1, nº 1, automne 1985, p. 101-124.

Barnhart, S. W., M. W. Marr et S. Rosenstein, « Firm Performance and Board Composition: Some New Evidence », *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, 1994, p. 329-340.

Beatty, R. W. et E. J. Zajac, « Managerial Incentives, Monitoring and Risk Bearing: A Study of Executive Compensation, Ownership, and Board Structure in Initial Public Offerings », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, juin 1994, p. 313-335.

Beck, N., *Shifting Gears: Thriving in the New Economy*, Harper Collins Publishers Ltd., Toronto, 1992.

Brickley, J. A. et C. M. James, « The Takeover Market, Corporate Board Composition, and Ownership Structure: The Case of Banking », *Journal of Law and Economics*, vol. 30, nº 1, avril 1987, p. 161-180.

Brickley, J., R. Lease et C. W. Smith, « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 267-291.

Canada, *Loi sur les sociétés commerciales et Règlement*, 6e édition, CCH Canadian Limited, Don Mills (Ont.), 1985.

Chenchuramaiah, T. B., K. P. Moon et R. P. Rao, « Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings: An Agency Perspective », *Financial Management*, vol. 23, nº 3, automne 1994, p. 38-50.

Commission des valeurs mobilières du Québec, *Bulletin de statistiques*, parutions semestrielles, Montréal.

Cotter, J. F., A. Shivdasani et M. Zenner, « The Effect of Board Composition and Incentives on the Tender Offer Process », Université de l'Iowa, mars 1994.

Demsetz, H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1155-1177.

Eckbo, B. E. et S. Verma, « Managerial Shareownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy », *Journal of Corporate Finance*, vol. 1, nº 1, 1994, p. 33-62.

Fama, E. et M. C. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin 1983, p. 301-325.

Financial Post Directory of Directors, The Financial Post Information Service, Toronto, mise à jour annuelle.

Financial Post Survey of Industrials, (sur fiches), The Financial Post Information Service, Toronto, mise à jour continuelle.

Friend, I. et L. H. P. Lang, « An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure », *The Journal of Finance*, vol. 43, nº 2, juin 1988, p. 271-281.

Gagnon, J-M., J-M. Suret et J. St-Pierre. « Asymétrie de l'information, fiscalité et endettement au Canada », *Finance*, vol. 8, nº 1, 1987, p. 75-103.

Halpern, P., « Poison Pills: Whose Interests Do They Serve? », *Canadian Investment Review*, vol. 3, nº 1, printemps 1990, p. 57-66.

Harris, M. et A. Raviv, « The Theory of Capital Structure », *The Journal of Finance*, vol. 46, nº 1, mars 1991, p. 297-355.

Hermalin, B. E. et M. S. Weisbach, « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 20, nº 4, hiver 1991, p. 101-112.

_____, « The Determinants of Board Composition », *The Rand Journal of Economics*, vol. 19, nº 4, hiver 1988, p. 589-606.

Inco Limited, « Notice of Special Meeting », Toronto, 7 novembre 1988.

Jensen, M. C., « The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems », *The Journal of Finance*, vol. 48, nº 3, juillet 1993, p. 831-880.

Jensen, M. C. et W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nº 4, 1976, p. 305-360.

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

Kaplan, S. N. et D. Reishus, « Outside Directorships and Corporate Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 389-410.

Kofmel, K. G. éd., *Who's Who in Canadian Business*, Trans-Canada Press, Toronto, mise à jour annuelle.

Leighton, D. et D. Thain. « The Role of the Corporate Director », *Business Quarterly*, automne 1990, p. 20-24.

Li, J., « Ownership Structure and Board Composition: A Multi-Country Test of Agency Theory Predictions », *Managerial and Decision Economics*, vol. 15, 1994, p. 359-368.

Malatesta, P., « Takeover Defences », paru dans *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, ouvrage publié sous la direction de P. Newman, M. Milgate et J. Eatwell, The Stockton Press, New York, vol. III, 1992, p. 633-636.

Mayers, D., A. Shivdasani et C. W. Smith, « Board Composition in the Life Insurance Industry », manuscrit non daté.

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

Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny, « Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers », paru dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ouvrage publié sous la direction de A. J. Auerback, The University of Chicago Press, Chicago, 1988*a*.

_____, « Management Ownership and Market Valuation, an Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988*b*, p. 293-315.

Occasio, W., « Political Dynamics and the Circulation of Power: CEO Succession in U.S. Industrial Corporations, 1960-1990 », *Administrative Science Quarterly*, vol. 39, juin 1994, p. 285-312.

Pound, J., « On the Motives for Choosing a Corporate Governance Structure: A Study of Corporate Reaction to the Pennsylvania Takeover Law », *Journal of Law, Economics and Organizations*, vol. 8, nº 3, 1992, p. 656-672.

Rosenstein, S. et J. G. Wyatt, « Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, p. 175-191.

Salant, R., « Board Expansions: Inside vs Outside Directors' Firm Size and Market Reaction », manuscrit, Université d'État de Mankato, mars 1993.

Shivdasani, A., « Board Composition, Ownership Structure and Hostile Takeovers », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 16, 1993, p. 167-198.

SpencerStuart, *SpencerStuart Board Index, 1993 Proxy Report*, Board Trends and Practices at 100 Major Companies, Montréal, 1993.

St-Pierre, J., J.-M. Gagnon et J. Saint-Pierre, « Takeover Bids, Structure of Ownership and Board Composition », document de travail nº DAE-1994-02, Université du Québec à Trois-Rivières, 1994.

Stangeland, D. A., « Issues in Corporate Control and the Performance of Corporations », dissertation de doctorat non publiée, Université de l'Alberta, Edmonton (Alb.).

Statistique Canada, *Liens de parenté entre firmes*, Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, publication nº 61-517 au Catalogue, hors série.

Stulz, R. M., « Managerial Control of Voting Rights », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 25-54.

Teolis, J. W., J. S. Graham et J-P. Bernier, *Financial Institutions Reform Package: Phase Three, New Insurance Legislation Annotated*, CCH Canadian Limited, Don Mills (Ont.), 1992.

Thain, D. H. et D. S. R. Leighton, « Ownership Structure and The Board », *Canadian Investment Review*, vol. 4, nº 2, automne 1991, p. 61-65.

Wahal, S., K. W. Wiles et M. Zenner. « Who Opts Out of State Antitakeover Protection », Université de la Caroline du Nord à Chapel Hill, octobre 1993.

Weisbach, M. S., « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431-460.

Williamson, O.E., « Corporate Finance and Corporate Governance », *The Journal of Finance*, vol. 43, nº 3, juillet 1988, p. 588-591.

Ramy Elitzur et Paul Halpern
Faculté de gestion
Université de Toronto

5

La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise

INTRODUCTION

LES NOUVELLES EXIGENCES CONCERNANT la divulgation des rémunérations des PDG des grandes entreprises sont devenues le point de mire des débats entourant l'extravagance de ces sociétés et un thème omniprésent dans les rencontres sociales. Considérées en elles-mêmes, pourtant, ces données ne sont pas très utiles à la compréhension du rôle de la rémunération dans l'activité des entreprises. La question est habituellement envisagée dans le contexte des marchés financiers américains, où dominent les sociétés au capital dispersé. Aux États-Unis, en effet, la croissance des entreprises a, le plus souvent, mené à la séparation des rôles des propriétaires et des gestionnaires, ce qui n'a pas manqué de soulever des difficultés en ce qui concerne la surveillance des seconds par les premiers et par leurs représentants, y compris les membres du conseil d'administration. Certains observateurs estiment du reste que les employés, les cadres supérieurs, les administrateurs et les propriétaires poursuivent des objectifs différents. Cette divergence se manifeste lorsque les intérêts des gestionnaires, qui se préoccupent notamment de leur propre rémunération, ne coïncident pas avec ceux des propriétaires, qui veulent voir s'accroître la valeur de leur placement. On est alors en présence d'un conflit d'intérêts entre le mandant et son mandataire. La mise en place d'un régime qui rémunère les gestionnaires en fonction de leur rendement, celui-ci étant à son tour source de bénéfices pour les actionnaires, peut aider à atténuer ce problème. Mais si le régime de rémunération des cadres dirigeants est mal conçu, il amènera l'entreprise à dévier de son objectif, soit la maximisation des bénéfices des actionnaires, et contribuera par là à réduire la valeur de l'entreprise. Le débat entourant cette question dans les revues spécialisées aux États-Unis ne remet pas en question le recours à des mesures incitatives liées à la rémunération pour engendrer les résultats espérés, mais cherche plutôt à déterminer si la rémunération des cadres est suffisamment sensible aux variations de la richesse des actionnaires pour les amener à manifester le comportement désiré.

L'observateur canadien pourra se sentir dérouté par ces préoccupations de nos voisins américains et par le fait qu'elles s'expriment dans le contexte des sociétés à propriété dispersée. Au Canada, les entreprises de ce genre sont l'exception. De nombreux auteurs se sont penchés sur la question du nombre de sociétés au capital dispersé au Canada. Selon la définition adoptée aux fins de la présente étude, une société est dite « à propriété dispersée » lorsqu'aucun bloc d'actions avec droit de vote ne dépasse 15 p. 100 de l'ensemble des actions en circulation[1]. En 1993, l'indice TSE 300 de la bourse de Toronto comptait 90 entreprises à propriété dispersée.

De fait, l'entreprise canadienne typique tend à être une société au capital fermé. À la limite, le propriétaire possède directement ou indirectement une participation importante au capital-actions de son entreprise. Il arrive aussi que l'actionnaire majoritaire appartienne à la famille qui a fondé l'entreprise. Dans ces circonstances, le propriétaire pourra participer directement à la gestion de la firme s'il en est le PDG, ou détenir un contrôle indirect s'il siège sur le conseil d'administration. Dans les deux cas, on est en présence d'un phénomène de « retranchement », où le propriétaire est en mesure de se maintenir à perpétuité. Sans doute pourrait-on croire qu'en raison de sa participation importante au capital-actions, le propriétaire serait amené à vouloir maximiser la valeur des actions et qu'il n'est donc pas nécessaire d'instaurer un régime de rémunération visant à faire concorder les intérêts des actionnaires et des gestionnaires, mais les données empiriques disponibles indiquent que les décisions prises par une direction d'entreprise retranchée ont tendance à maximiser l'utilité personnelle plutôt que la valeur des actions[2].

Il existe un autre type de direction retranchée, plus préoccupant, qui se présente sous la forme d'une structure du capital comportant deux classes d'actions : une ou plusieurs personnes, le plus souvent membres de la famille fondatrice, détiennent la majorité des actions avec droit de vote (déterminant ou non) et une proportion plus faible des actions sans droit de vote (ou avec droit de vote restreint). Cette structure du capital-actions se manifeste généralement lorsque le fondateur de l'entreprise désire encaisser une part importante de ses actions tout en maintenant son contrôle sur elle. Il peut ainsi contrôler les actions avec droit de vote tout en ne détenant qu'une participation minoritaire au capital-actions global. Cette situation risque d'engendrer des coûts d'encadrement élevés et en même temps de soustraire l'entreprise à la discipline du marché des acquisitions. Il se produit un coût d'encadrement des actions lorsque la direction est en mesure de prendre des décisions qui ne contribuent pas à la maximisation de l'avoir des actionnaires et dont les répercussions sur le cours des actions sont pour elle relativement peu coûteuses.

La direction retranchée aura souvent de la rémunération des dirigeants, de la forme qu'elle prendra (paiement en espèces ou lié au rendement des actions) et de sa contribution à l'augmentation de l'avoir des actionnaires une conception qui diffère sensiblement de celle qu'on trouve dans une entreprise à propriété dispersée. Par exemple, dans une entreprise au capital fermé, où la

direction possède déjà une importante proportion du capital-actions global, les décisions qui affectent la valeur des actions auront un impact sur la richesse personnelle. Aussi ne sera-t-il peut-être pas nécessaire d'adopter un régime de rémunération fondé sur le rendement des actions; un régime accordant plus d'argent comptant au moyen des salaires et encore moins d'argent comptant au moyen de primes reliées au rendement, pourrait être plus avantageux pour les dirigeants de l'entreprise. De même, dans les entreprises où existent deux catégories d'actions, les propriétaires peuvent avoir une participation limitée au capital-actions global. Si la rémunération était établie en fonction du cours des actions, on pourrait ainsi créer une incitation à maximiser leur rendement. Mais comme les propriétaires contrôlent l'entreprise du fait qu'ils contrôlent les actions avec droit de vote, ils ne sont nullement incités à adopter des régimes de rémunération fondés sur le rendement des actions puisque cela diminuerait la possibilité de bénéficier du coût d'encadrement grâce à leur faible participation au capital-actions global.

Les modifications apportées récemment à la loi ontarienne sur les valeurs mobilières relativement à la divulgation des rémunérations des cadres dirigeants des entreprises émettrices d'actions ont mis en lumière l'importance du lien entre la rémunération et les résultats financiers de l'entreprise, ainsi que le niveau des rémunérations versées aux PDG et aux autres cadres supérieurs. Les nouveaux règlements élargissent le champ d'application des exigences en matière de divulgation tout en imposant des critères plus précis. Par exemple, l'entreprise qui émet des titres doit révéler les détails de la rémunération du PDG et des quatre autres cadres les mieux payés. Ces détails doivent comprendre à la fois la rémunération annuelle (salaires, primes et autres formes de rémunération à court terme) et la rémunération à long terme (options, droits à la plus-value des actions, actions assujetties à des restrictions, etc.). Les sociétés canadiennes inscrites à plusieurs bourses américaines sont toutefois soumises à l'obligation de divulguer ce genre de détails depuis un certain nombre d'années. Lorsque le système de divulgation s'appliquant aux entreprises actives dans plusieurs entités juridiques (*Multi-Jurisdiction Disclosure System*) a été mis en place en 1990, on a donné aux sociétés canadiennes le choix de continuer à se soumettre aux règlements américains ou d'utiliser les documents prescrits dans le pays d'origine, qui comportent des exigences moins onéreuses en matière de divulgation des rémunérations des cadres[3]. De façon générale, en vertu des nouveaux règlements ontariens, les sociétés qui décident d'utiliser les documents prescrits par le pays d'origine seront désormais assujetties aux mêmes exigences que celles qui sont prescrites par les règlements américains.

Comme les modifications apportées à la législation ontarienne sont d'origine récente, nous disposons de peu de données pour entreprendre une étude empirique des liens entre la rémunération et les caractéristiques des entreprises, d'une part, et la création de richesse, d'autre part. Les résultats de notre analyse des rémunérations en espèces et de ces caractéristiques sont

semblables à ceux qu'on trouve dans d'autres études en ce qui concerne l'influence de la taille de l'entreprise, mais ils en diffèrent sensiblement lorsque l'attention se porte sur les variables relatives aux résultats financiers des entreprises. Contrairement à d'autres auteurs, nous avons décomposé notre échantillon en deux sous-groupes établis en fonction du degré de concentration de la propriété, l'un comprenant des sociétés au capital dispersé et l'autre, des entreprises au capital fermé. Indépendamment du degré de concentration, on constate, en ce qui concerne le salaire et la rémunération globale, une forte corrélation avec la taille de l'entreprise. Contrairement à ce qu'ont trouvé d'autres auteurs, cependant, les résultats financiers des entreprises des deux sous-groupes, mesurés à l'aide de variables comptables (marges brutes d'autofinancement) ou de variables de marché, n'ont aucun effet sur les niveaux des primes, des salaires ou des rémunérations globales. Nous avons par ailleurs examiné les facteurs qui contribuent aux variations (en pourcentage) des rémunérations et n'avons trouvé aucune influence des variables de rendement.

La présence d'une « pilule empoisonnée » et l'inscription de la société à plusieurs cotes boursières ont par contre une influence sur la rémunération. Nos résultats nous incitent à croire que l'effet de ces variables est plus puissant dans le cas des sociétés au capital fermé. Enfin, il y a un facteur qui distingue systématiquement les deux groupes d'entreprises, soit l'importance du terme constant dans la variation des rémunérations en espèces. Dans le cas des sociétés au capital fermé, le terme constant est positif et significatif à l'égard des primes et des salaires, tandis que pour les sociétés au capital dispersé, il n'est significatif qu'à l'égard des salaires.

Dans les deux premières sections de cette étude, nous examinons les effets de la rémunération des cadres sur leur comportement, en mettant l'accent sur les effets d'incitation liés à différentes pratiques en matière de rémunération. Nous nous penchons ensuite sur les liens entre la théorie et les hypothèses vérifiables. Nous décrivons plus loin les pratiques des entreprises canadiennes de notre échantillon en matière de rémunération en espèces sous forme de salaires et de primes[4]. Les rapports entre la rémunération, à la fois dans son ensemble et sous forme de salaires et de primes, et les caractéristiques des entreprises sont présentés dans une cinquième section, et l'étude se termine par nos conclusions.

LES EFFETS DES RÉGIMES DE RÉMUNÉRATION SUR LE COMPORTEMENT DES GESTIONNAIRES

LES ÉTUDES SE SONT MULTIPLIÉES DANS CE DOMAINE depuis le début des années 80, parallèlement à la fréquence accrue des prises de contrôle, qui constituent un moyen de remettre à l'ordre les dirigeants d'entreprise dont les intérêts ne coïncident pas avec ceux des actionnaires[5]. Plusieurs auteurs ont montré qu'il y a un lien positif entre l'adoption de régimes de rémunération basés sur des mesures incitatives à court et à long termes, d'une part, et la

hausse du cours des actions après l'annonce de ces régimes, d'autre part (Bhagat et coll., 1983; Brickley et coll., 1985; Larcker, 1983; Tehranian et Waegelin, 1986). Les indicateurs du rendement des entreprises employés dans ces études se fondent sur des variables comptables et des variables de marché.

Les liens entre la rémunération et les résultats financiers des entreprises revêtent un intérêt particulier dans le cadre de notre étude. L'existence et la solidité de ces rapports nous renseignent quant aux mesures susceptibles d'amener les dirigeants à faire coïncider leurs intérêts avec ceux des actionnaires. On trouve dans les articles consacrés à cette question deux thèmes généraux liés à la rémunération et au rendement. Le premier concerne les liens entre la rémunération et les caractéristiques financières de base de l'entreprise. La rémunération comprend la rémunération en espèces, y compris les salaires et les primes, plus la rémunération différée, telles les options, bien que bon nombre d'auteurs ne considèrent que la rémunération en espèces. Les caractéristiques financières sont liées à la taille de l'entreprise et à ses résultats, mesurés par des variables comptables et des variables de marché. Ces auteurs constatent que la rémunération est liée à la taille et au rendement des actions de l'entreprise, mesuré à l'aide de variables de marché. Certains d'entre eux (Murphy, 1985; Gibbons et Murphy, 1990; Kaplan, 1994) examinent la rémunération des cadres supérieurs de l'entreprise, soit du PDG seul ou du PDG et des autres directeurs. D'autres (Leonard, 1990; Abowd, 1990) englobent dans leur étude un éventail plus large de cadres. D'autres facteurs ont été examinés pour expliquer la rémunération des dirigeants, y compris les actions qu'ils détiennent et la présence d'importants détenteurs de blocs d'actions, dont les grandes institutions (Mehran, 1995). En outre, plusieurs auteurs ont constaté que si l'on élargit la notion de la rémunération pour y incorporer les taux de roulement aux échelons supérieurs de la direction, il y a un rapport significatif entre le taux de roulement, d'une part, et le rendement de l'actif et des actions, ainsi que les revenus d'exploitation, d'autre part, et que ce lien se retrouve dans plusieurs pays (Gibbons et Murphy, 1990; Kaplan, 1994; Kang et coll., 1994).

Un deuxième groupe d'études considère les effets des régimes de rémunération incitative sur le comportement des dirigeants d'entreprise. Certains auteurs examinent l'influence de la rémunération incitative sur les résultats de l'entreprise au cours de périodes subséquentes. Si la rémunération incitative est accordée en vue de faire concorder les intérêts des actionnaires et des gestionnaires, les résultats de l'entreprise devraient être reliés aux mesures incitatives introduites dans le régime de rémunération. Les résultats des travaux effectués jusqu'à présent indiquent effectivement une relation positive entre la rémunération incitative et les résultats futurs de l'entreprise. Dans une analyse portant sur un vaste échantillon de gestionnaires, Abowd (1990) constate que la rémunération est sensible à des indicateurs de performance précis et établit un rapport entre ce fait et le comportement futur d'indicateurs déterminés. Il constate que les indicateurs de performance fondés sur des variables

comptables produisent des résultats moins solides que ceux qui sont basés sur le rapport entre les marges brutes d'autofinancement et le coût de remplacement de l'actif, et sur le taux de rendement des actions. Mehran (1995) constate que les résultats de l'entreprise, mesurés à l'aide du ratio Q de Tobin ou du rendement de l'actif, sont liés à la proportion de la rémunération qui est basée sur le capital-actions et inversement liés à la rémunération en espèces.

D'autres auteurs examinent le rapport entre les régimes de rémunération incitative et le comportement des gestionnaires qui, au lieu de maximiser la valeur de l'entreprise en faveur des actionnaires, s'efforcent d'accroître leur propre richesse. Watts (1977) et Watts et Zimmerman (1978) soutiennent que les régimes de primes incitent les dirigeants d'entreprise à choisir des pratiques comptables qui rehaussent la valeur actuelle de leur rémunération. On trouve des exemples de ce comportement dans Dhaliwal et coll. (1982) en ce qui concerne les méthodes d'imputation comptable axées sur l'amortissement, et dans Hunt (1985) en ce qui concerne le choix de modèles d'évaluation des stocks lorsqu'on compare des entreprises gérées par leur propriétaire à d'autres qui ne le sont pas. Healy (1985) a trouvé un lien étroit entre les comptes de régularisation et les incitations basées sur le revenu offertes aux gestionnaires dans le cadre de contrats de primes de rendement. Kamin et Ronen (1978) ont constaté que les gestionnaires propriétaires ont moins tendance à étaler leur revenu que les gestionnaires non propriétaires. Enfin, Elitzur et Yaari (1994) croient que le choix d'un régime de rémunération incitative des cadres par les propriétaires influe sur la manipulation des bénéfices par les cadres.

D'après les auteurs qui se sont penchés sur cette question, les régimes de rémunération incitative devraient poursuivre les objectifs suivants :

- faire concorder les intérêts des actionnaires et des cadres dirigeants en vue d'accroître la richesse des premiers;
- promouvoir la transmission de renseignements, c'est-à-dire améliorer la manipulation des bénéfices;
- réaliser un équilibre entre les stratégies à long terme et les objectifs à court terme de l'entreprise.

On trouve diverses formes d'incitations dans les régimes de rémunération incitative. Les plus répandus sont les suivants :

- **La prime en espèces**, dont on trouve quatre catégories : le régime de *participation aux bénéfices*, dans lequel la prime correspond, après déduction du coût du capital, à un pourcentage donné du bénéfice réalisé par la division dont est responsable le cadre; le régime de *participation réduite aux bénéfices*, dans lequel la prime correspond à un pourcentage donné du bénéfice réalisé par la division en sus du revenu budgeté; le régime

de *rémunération au rendement*, dans lequel les cadres dirigeants sont rémunérés en espèces, en fonction d'une cible de rendement pré-établie; enfin, le régime de *rémunération au rendement assujetti à un seuil*, dans lequel le paiement n'est effectué qu'à un certain intervalle de l'indice des résultats de l'entreprise;

- **L'option d'achats d'actions**, qui donne au détenteur le droit d'acquérir, au cours d'une période déterminée et à un prix stipulé d'avance, un certain nombre d'actions non encore émises;

- Le **régime de souscriptions à des actions**, une forme de rémunération incitative très populaire auprès des dirigeants d'entreprise, qui leur permet d'acquérir des actions à prix réduit;

- **La formule des actions fictives**, employée par certaines sociétés, qui consiste à attribuer des actions aux dirigeants de la compagnie à des fins comptables uniquement; les cadres ne détiennent pas d'actions véritables mais aux fins du calcul de la rémunération incitative, on considère qu'ils en détiennent; à la fin d'une période prédéterminée, les cadres reçoivent une rémunération établie en fonction du rendement des actions, qui peut prendre la forme d'argent comptant ou d'actions (ou des deux);

- Le **régime d'actions au rendement**, accordées aux cadres dirigeants lorsque des objectifs à long terme déterminés sont atteints; il peut s'agir d'objectifs concernant l'entreprise dans son ensemble ou bien seulement l'une de ses divisions ou même des objectifs individuels; cette formule se rencontre rarement au Canada;

- Le **régime d'unités au rendement**, qui ressemble aux régimes d'actions au rendement sauf que, lorsqu'une cible donnée est atteinte, le cadre reçoit des unités qui ont été évaluées spécialement plutôt que des actions; cette forme de rémunération présente donc les mêmes avantages et les mêmes inconvénients que la formule précédente;

- Le **régime d'actions au rendement évaluées d'après une formule quelconque**, accordant au cadre des actions qui ne sont pas négociées sur le marché et sont évaluées d'après une formule qui peut être basée sur des variables comptables ou sur d'autres

indicateurs du rendement à long terme; ce régime ressemble donc aux régimes d'actions et d'unités au rendement;

- **Les actions assujetties à des restrictions**, qui peuvent être acquises à un prix réduit ou même parfois à titre gratuit; le détenteur ne peut toutefois les transférer avant que certaines conditions soient respectées; lorsque ces conditions sont remplies, le cadre est libre de disposer des actions comme bon lui semble. (Par exemple, le détenteur ne peut transférer les actions qu'après avoir été à l'emploi de la compagnie sans interruption depuis un nombre d'années déterminé.) On trouve rarement cette formule au Canada parce qu'elle ne présente aucun avantage du point de vue fiscal (tant pour l'entreprise que pour le dirigeant) et qu'elle est soumise à des restrictions de la part de la bourse de Toronto;

- **Les droits à la plus-value des actions**, qui prennent la forme de paiements établis d'après l'appréciation d'un nombre déterminé d'actions; leurs caractéristiques s'apparentent à celles des actions fictives.

Les attributs de ces instruments de rémunération incitative sont résumés dans le tableau 1[6].

La théorie de la conception de la rémunération incitative des cadres

La conception du régime optimal de rémunération incitative découle du modèle mandant/mandataire. (On trouvera à l'appendice 1 une description de la théorie des régimes de rémunération optimaux.)

Dans ce modèle, le propriétaire (mandant) d'une entreprise embauche un agent (mandataire) pour gérer son affaire. L'avantage que tire le propriétaire de cette entente est fonction d'un résultat quelconque qu'il anticipe, moins le coût de la rémunération de l'agent. Ce résultat et cet avantage dépendent de l'effort déployé par l'agent et d'un état aléatoire de la nature (qui peut décrire, par exemple, des conditions économiques exogènes). Dans le modèle, l'observation du résultat et de l'état de la nature ne suffit pas à révéler l'intensité de l'effort déployé par l'agent.

L'avantage que l'agent tire de cette entente est fonction de la rémunération qu'il reçoit, moins l'utilité négative de son effort. En ce sens, l'effort est coûteux du point de vue de l'agent puisqu'il comporte un coût d'opportunité (ou de substitution) lié au sacrifice du temps de loisir, etc. Le degré d'effort est choisi de façon à optimiser l'avantage de l'agent.

TABLEAU 1

ATTRIBUTS DE DIVERS INSTRUMENTS DE RÉMUNÉRATION

INSTRUMENT	RÉMUNÉRATION AU RENDEMENT	DIVULGATION	CONCORDANCE DES INTÉRÊTS DES DIRECTEURS ET DES ACTIONNAIRES	ORIENTATION À COURT TERME	SORTIES DE LIQUIDITÉS	DILUTION DES ACTIONS	EFFICACITÉ DES IMPÔTS
Primes en espèces	+	–	+	–	–	++	–
Contrat d'option	+/–	+/–	+	++	++	–	+
Plan d'achat d'actions	–	+	+	++	++	–	+
Actions fictives	+/–	+/–	+	++	–	++	–
Actions au rendement	++	0	++	++	+	+	0
Plan d'unité des résultats	++	0	++	++	+	+	0
Plan de formule de valeur des actions	++	0	++	++	+	+	0
Actions restreintes	+/–	0	+	++	+	–	–
Droits à la plus-value des actions	+/–	+/–	+	++	–	++	–

NOTA : ++ efficace
+ modérément efficace
0 incertain
/ intermédiaire
– faible

La décision du propriétaire quant au choix d'un régime de rémunération optimal doit tenir compte du degré d'effort choisi par l'agent, tel que décrit ci-dessus, et de la motivation de l'agent à continuer de diriger l'entreprise.

Le modèle suppose que la rémunération optimale devrait être établie d'après la formule suivante :

rémunération = rémunération fixe + rémunération variable.

L'élément fixe de la rémunération devrait dépendre de la valeur de substitution qu'elle représente pour l'agent, c'est-à-dire du rapport entre cette rémunération et celle qu'il pourrait obtenir ailleurs. Quant à l'élément variable, il ne devrait pas décroître avec les résultats de l'entreprise. Si l'agent est indifférent au risque, l'élément variable est une constante multipliée par les résultats, de sorte que la rémunération est représentée par une équation linéaire.

Rapports entre la théorie de la rémunération des cadres et des hypothèses vérifiables

Cette théorie présente certains aspects intéressants. Elle suppose en effet qu'il doit y avoir une corrélation positive entre la rémunération et les résultats de l'entreprise, c'est-à-dire que la rémunération devrait s'accroître avec les résultats. Ensuite, la théorie suppose que la rémunération optimale dans le cadre hypothétique proposé plus haut implique une constante w, reliée à l'utilité de substitution du gestionnaire.

La théorie ne manque pas d'élégance et renferme d'intéressantes intuitions en ce qui concerne la rémunération, mais elle n'en propose aucune définition ni aucune façon de mesurer les résultats. La rémunération, comme on l'a vu plus haut, peut comprendre les salaires, les primes en espèces et l'octroi d'actions. Mehran (1995) présente des données empiriques qui supposent que les conseils d'administration tiennent compte de l'ensemble des incitations offertes aux cadres au moment d'élaborer le régime de rémunération. Ainsi, la rémunération des cadres qui détiennent une quantité importante des actions de l'entreprise qu'ils dirigent – situation plus fréquente au Canada qu'aux États-Unis – aura tendance à comprendre une proportion moindre d'actions et plus grande d'argent comptant. On devrait donc utiliser toutes les formes de rémunération. Si l'on ne tient pas compte des actions reçues et que la rémunération en espèces est sans rapport avec les résultats de l'entreprise, il n'en découle pas forcément que la rémunération au sens large est sans rapport avec ceux-ci, puisqu'il est tout à fait possible que les résultats soient davantage liés à la variable omise. Au demeurant, il arrive souvent que les limitations des données aient une influence particulièrement significative sur le choix de la méthode qui servira à mesurer la rémunération effectivement accordée. Dans la présente étude, nous faisons appel à la rémunération en espèces, considérée à la

fois dans son ensemble et sous l'angle de deux de ses composantes, les primes et les salaires; nous n'examinons pas la rémunération liée aux options en raison de problèmes que soulèvent les données.

Il y a plusieurs façons de mesurer les résultats financiers de l'entreprise, établies en fonction de données comptables ou de données relatives au marché. Les indicateurs peuvent être basés sur diverses formes de revenu déclaré (revenu net, revenu d'exploitation, et ainsi de suite), sur le chiffre d'affaires, l'actif, les marges brutes d'autofinancement (pour l'exploitation, par exemple) ou le taux de rendement des actions, et ils peuvent prendre la forme de niveaux, de taux de variation ou de ratios. Ici, nous faisons appel aux indicateurs de performance basés sur des données comptables et des données du marché, car l'un des objectifs de notre étude consiste à distinguer les variables qui jouent un rôle dans le contexte canadien. Le choix des variables employées dans l'étude est conditionné par celles qu'on trouve dans la littérature économique.

Selon la théorie des contrats incitatifs optimaux, w est lié à la valeur de substitution de la rémunération pour le cadre dirigeant. On s'attendrait donc à ce que l'apport marginal des dirigeants des grandes entreprises à la production soit élevé. Leur ascension aux échelons supérieurs à la suite d'un concours au sein du marché du travail interne de l'entreprise indique nettement qu'ils possèdent les talents nécessaires pour diriger une grande entreprise et que ces talents peu communs sont mieux exploités lorsqu'ils se trouvent au sommet. Ces talents se trouvent amplifiés lorsque les responsabilités des dirigeants et le contrôle qu'ils exercent recouvrent de longues chaînes de commandement et de vastes échelles d'exploitation.

La présence de ce facteur peu commun indique que l'utilité de substitution des cadres supérieurs est élevée et qu'à ce coût d'opportunité élevé doit correspondre un salaire élevé. Par ailleurs, comme le succès d'un dirigeant se reflète dans les résultats de l'entreprise, les concurrents de cette dernière pourraient être disposés à le rémunérer en fonction de ces résultats. Ainsi, non seulement la rémunération en espèces (le salaire) devrait-elle être liée à la taille de l'entreprise, mais il se peut qu'il y ait également une norme à laquelle la valeur de substitution, w, est reliée.

Cette norme pourrait elle-même être liée à l'inscription ou la non-inscription de l'entreprise à plusieurs cotes boursières aux États-Unis. Comme nous testerons des variables liées au secteur industriel et à la taille, l'effet de l'inscription à plusieurs bourses pourrait refléter la responsabilité additionnelle associée à la gestion d'une entreprise qui transige ses titres sur le marché américain. Ou encore, il se peut que les cadres supérieurs (et leurs conseillers en rémunération) se servent des entreprises américaines à titre de comparaison et touchent par conséquent des salaires plus élevés en moyenne. L'effet inscription/non-inscription est capté au moyen d'une variable auxiliaire qui prend valeur de 1 si la compagnie est présente sur plusieurs bourses et de 0 si elle ne l'est pas.

Nous testons également d'autres facteurs exogènes reliés au retranchement de la direction. La première variable permet de déterminer si la compagnie était dotée d'une « pilule empoisonnée » au cours de la période d'observation; elle a valeur de 1 dans l'affirmative et de 0 dans le cas contraire. Le plus souvent, on trouve les pilules empoisonnées dans les entreprises où les actions sont dispersées et où la participation des dirigeants au capital-actions est faible. Bien que son efficacité soit contestée (Comment et Schwert, 1993), cette manœuvre est censée donner à la direction le pouvoir de décider du succès ou de l'insuccès d'une tentative de prise de contrôle; elle est donc susceptible de contribuer au retranchement de la direction. Plusieurs des entreprises de notre échantillon qui se conforment à la définition d'une entreprise au capital fermé possédaient des pilules empoisonnées; malgré que l'entreprise soit techniquement fermée à des investisseurs extérieurs, en effet, sa structure de propriété n'exclut pas toute menace de prise de contrôle. Du point de vue de la rémunération, il peut y avoir des effets compensateurs. Si la pilule empoisonnée n'est pas une manœuvre de retranchement et que les intérêts des cadres dirigeants doivent concorder avec ceux des actionnaires, et si par ailleurs les dirigeants détiennent relativement peu d'actions de l'entreprise, leur rémunération globale pourrait se composer d'une proportion plus grande d'instruments liés aux actions. Si, par contre, la pilule empoisonnée mène au retranchement des dirigeants, ceux-ci peuvent accroître leurs salaires et leurs primes sans s'inquiéter outre mesure des aspects incitatifs de ces instruments de rémunération. Cette influence pourrait mener à une relation positive entre la rémunération en espèces et les pilules empoisonnées. Malheureusement, en l'absence de données relatives à la rémunération accordée sous forme d'actions, il nous est impossible de tester cette influence possible des pilules empoisonnées.

La deuxième influence du retranchement des directions d'entreprise se trouve dans la présence ou l'absence de deux catégories d'actions, facteur mesuré ici par une variable auxiliaire qui prend valeur de 1 si cette condition existe. Cette variable est présente dans l'échantillon composé de sociétés au capital fermé. L'entreprise typique où l'on trouve deux catégories d'actions est celle où le fondateur conserve une certaine participation aux actions avec droit de vote mais ne participe pas forcément de façon active à la gestion de la compagnie. Si le fondateur et actionnaire principal, avec d'autres membres de sa famille, participe à l'équipe de direction, il ne sera pas nécessaire d'offrir une incitation au rendement au moyen d'une rémunération basée sur les actions, mais il se peut que la décision à cet égard dépende de l'importance de la participation des membres de la direction aux fonds propres de l'entreprise. Au demeurant, il peut arriver que les détenteurs des actions avec droit de vote de niveau supérieur ne souhaitent pas accroître leur participation au capital. En outre, dans le contexte d'une direction retranchée, la proportion de la rémunération comprenant de l'argent comptant sera plus élevée. Bref, la présence de deux catégories d'actions a tendance à favoriser un accroissement de la rémunération en espèces.

La rémunération des cadres dans la réalité

Nous examinons dans cette section les pratiques actuelles des entreprises canadiennes en matière de rémunération des cadres à partir d'un échantillon de 180 sociétés faisant partie de l'indice TSE 300. La période d'analyse correspond aux exercices financiers qui se situent entre janvier 1993 et mars 1994. La description de la base de données et les sources de données sont présentées ci-dessous. On trouvera par la suite certaines caractéristiques des données sur la rémunération et, plus loin, la présentation et l'analyse des résultats des régressions.

Les données

Aux termes de la révision de 1993 de la loi ontarienne sur les titres financiers, toute société dont les titres sont négociés en Ontario doit remplir un formulaire (*Form 40, Statement of Executive Compensation*) au moyen duquel elle doit faire état de la rémunération accordée à son PDG et à chacun des quatre autres cadres dirigeants les mieux payés. La seule exception à cette exigence a trait aux cadres dont la rémunération en espèces (salaires ou primes) ne dépasse pas 100 000 dollars. L'entreprise doit fournir des renseignements sur les salaires, les primes et la rémunération différée et à long terme pour chacun des trois derniers exercices financiers. La rémunération comprend aussi les options, les droits à la plus-value des actions et les régimes d'incitation au rendement à long terme.

En outre, le rapport concernant la rémunération des cadres doit comprendre des renseignements au sujet du taux de rendement sur cinq ans des actions ordinaires de l'entreprise, des dividendes réinvestis et du taux de rendement d'un indice plus général, y compris les dividendes, au cours de la même période.

Enfin, et c'est là peut-être le point le plus intéressant, la loi exige, au titre *ix*, que l'entreprise décrive les politiques mises en place par le comité de rémunération pour déterminer la rémunération des dirigeants au cours du dernier exercice. Le rapport doit comprendre une description des liens précis qui existent entre les résultats de l'entreprise et la rémunération des cadres. De plus, si un cadre dont la rémunération doit être divulguée aux termes d'un régime fondé sur les résultats reçoit une rémunération malgré qu'il ait été incapable de satisfaire aux critères de performance, la compagnie doit faire état des raisons pour lesquelles elle a décidé de déroger à ces critères ou de les modifier.

Bien que la divulgation de ces renseignements indique les raisons invoquées par la compagnie pour justifier les rémunérations accordées, elle n'est pas exigée pour les décisions prises à cet égard avant le 1er janvier 1994, exception qui s'applique à la plupart des entreprises comprises dans notre échantillon. Du

reste, les données disponibles nous inclinent à croire que ce genre de divulgation n'est pas très utile. Les entreprises inscrites aux États-Unis sont assujetties aux mêmes exigences.

Le formulaire nº 40 est compris dans les documents de procuration qui sont rendus publics environ trois mois après la fin de l'exercice financier. Les données de base nous ont été fournies par la firme KPMG, qui a enregistré les nombres que renfermaient les documents de procuration qu'elle a reçus. En outre, nous avons obtenu des données tirées des fichiers du *Financial Post* sur les bilans et les déclarations de revenu, ainsi que des données relatives au cours des actions et aux dividendes tirées des fichiers de la *Toronto Stock Exchange Review* et du *Financial Post*.

Nous avons calculé la valeur moyenne de la rémunération accordée aux cinq cadres les mieux payés dans chacune des entreprises de notre échantillon au cours des deux derniers exercices financiers. Les entreprises qui n'ont pas déclaré la rémunération accordée à au moins cinq cadres ont été supprimées de notre échantillon. Les compagnies représentaient 14 secteurs industriels, mais l'un d'eux a été supprimé car il ne renfermait qu'une seule entreprise. Notre échantillon comprenait donc 180 entreprises réparties dans 13 secteurs.

Nos données recouvrent la rémunération en espèces (salaires et primes) mais non les régimes de rémunération incitative différée ou à long terme. Comme nous l'avons signalé plus haut, la qualité des données relatives à la rémunération différée laisse à désirer; lorsqu'on aura pu l'améliorer, nous nous servirons de ces données dans des recherches ultérieures. En tout état de cause, l'omission de cet aspect de la rémunération des cadres mène à une image incomplète de la stratégie des entreprises dans ce domaine et des arbitrages qui pourraient avoir été effectués entre la rémunération en espèces et la rémunération différée. Notre étude n'est pas la seule à faire appel aux données sur la rémunération en espèces (voir, notamment, Abowd, 1990; Gibbons et Murphy, 1990; Leonard, 1990).

Pour tenir compte du caractère spécifique du marché canadien, nous avons réparti l'échantillon en deux groupes, soit les sociétés à propriété dispersée et les autres. Une entreprise est considérée comme une société à propriété dispersée si la proportion de ses actions qui sont détenues en un seul bloc ne dépasse pas 15 p. 100. Dans le cas des entreprises où deux catégories d'actions existent, le critère employé est la concentration des actions avec droit de vote. Ces définitions nous permettent de distinguer 131 entreprises au capital fermé et 49 firmes à propriété dispersée au sein de notre échantillon. Bien que nous ayons recouru à ces appellations dans la présente étude, le fait qu'une société soit comprise dans le groupe des entreprises au capital fermé ne signifie pas forcément qu'elle soit contrôlée par un groupe ou un individu. Le tableau 2 renferme des données comparatives sur les deux groupes.

Le tableau 2 indique que, en pourcentage du nombre d'entreprises appartenant à chacun des deux groupes, les sociétés à propriété dispersée ont davantage tendance à être inscrites à plusieurs cotes boursières et à être dotées

TABLEAU 2

CARACTÉRISTIQUES DES SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ ET AU CAPITAL DISPERSÉ

	SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ (131 SOCIÉTÉS)		SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ (49 SOCIÉTÉS)	
	NOMBRE	%	NOMBRE	%
Bénéfices négatifs	31	24	12	24
Inscriptions multiples	36	27	21	72
Pilule empoisonnée	8	6	10	20
Deux classes d'actions	31	24	1	2

de pilules empoisonnées que les firmes au capital fermé. En outre, sauf dans un cas, la répartition des actions en deux catégories se trouve dans les sociétés au capital fermé. Parmi les 131 firmes appartenant à ce dernier groupe, 24 p. 100 avaient deux catégories d'actions. Il n'existait aucun écart entre les deux groupes quant à la présence de bénéfices négatifs au cours de l'exercice précédent, facteur qui se chiffrait à 24 p. 100 dans chacun des deux sous-échantillons.

CARACTÉRISTIQUES DE LA RÉMUNÉRATION

LE VOLET A DU TABLEAU 3 présente le résumé des données relatives au niveau et à la variation de la rémunération en espèces, tant à l'égard des composantes salaires et primes que de l'ensemble, et tant pour l'échantillon global que pour les sociétés au capital fermé et les sociétés au capital dispersé. Si l'on observe d'abord les niveaux, on voit que pour l'échantillon global, la moyenne des salaires est plus élevée et moins variable que celle des primes, la première s'établissant à 258 000 dollars et la seconde à 87 000 dollars. On constate également que la ventilation des primes est plus asymétrique que celle des salaires. Ces observations viennent appuyer l'hypothèse du recours aux salaires pour refléter la valeur de substitution et aux primes pour refléter les résultats financiers de l'entreprise, bien que les salaires puissent aussi être reliés aux résultats à long terme. En comparant les deux sous-échantillons, on observe également que les moyennes et les écarts-types relatifs à toutes les catégories de rémunération sont plus élevés pour les sociétés au capital fermé que pour celles au capital dispersé. Enfin, la ventilation de toutes les formes de rémunération est plus asymétrique pour les sociétés au capital fermé.

Les résultats relatifs à la variation des composantes de la rémunération en espèces, présentés au volet B du tableau 3, révèlent des tendances soutenues. Bien que les valeurs moyennes des variations des primes et des salaires pour l'ensemble de l'échantillon soient à peu près les mêmes, soit environ 19 000 dollars,

TABLEAU 3

SOMMAIRE DES RÉSULTATS RELATIFS AUX COMPOSANTES DE LA RÉMUNÉRATION EN ESPÈCES, ÉCHANTILLON GLOBAL ET DEUX SOUS-ÉCHANTILLONS

	MOYENNE (000)	ÉCART-TYPE (000)	ASYMÉTRIE	MINIMUM (000)	MAXIMUM (000)
VOLET A – NIVEAUX					
ÉCHANTILLON GLOBAL					
Primes	86,7	143,0	4,980	0,0	1 312,0
Salaires	258,4	129,9	2,210	100,0	956,1
Rémunération globale	345,1	220,0	2,720	107,5	1 541,0
SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ					
Primes	93,3	158,0	4,860	0,0	1 312,0
Salaires	261,9	138,0	2,340	100,0	956,1
Rémunération globale	355,2	236,0	2,770	107,5	1 541,0
SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ					
Primes	69,1	90,7	2,080	0,0	388,9
Salaires	249,3	106,0	0,960	109,9	516,9
Rémunération globale	318,4	170,4	1,494	109,9	886,5
VOLET B – VARIATIONS					
ÉCHANTILLON GLOBAL					
Primes	18,9	103,7	-0,20	-484,5	531,0
Salaires	19,0	34,6	6,86	-16,8	376,0
Rémunération globale	37,9	112,1	0,34	-465,0	551,5
SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ					
Primes	22,2	110,0	-0,44	-484,5	531,0
Salaires	21,0	39,0	6,26	-16,8	376,0
Rémunération globale	43,2	119,0	0,14	-465,5	551,5
SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ					
Primes	10,1	84,8	1,03	-270,8	360,1
Salaires	13,7	15,1	1,10	-13,1	61,7
Rémunération globale	23,9	89,2	1,19	-239,6	389,3

la ventilation des variations est beaucoup plus variable pour les primes que pour les salaires. En outre, la répartition des variations des primes est négativement asymétrique alors que celle des variations des salaires l'est positivement. Encore une fois, ces observations sont conformes à l'idée que les primes sont reliées à la performance de l'entreprise tandis que les salaires semblent moins sensibles à ce facteur.

Une comparaison des deux sous-échantillons révèle d'intéressantes différences entre eux. Alors que les moyennes, les écarts-types et les courbes asymétriques relatives aux sociétés au capital fermé sont très semblables à ceux de l'échantillon dans son ensemble, les résultats relatifs aux sociétés à propriété dispersée en diffèrent. La variation moyenne des primes est inférieure à celle des salaires. L'écart-type de la variation des primes est plus élevé que celui des variations des salaires, tout comme dans le sous-échantillon des sociétés au capital fermé, mais les écarts-types des deux catégories de rémunération sont moins élevés. En outre, on observe une asymétrie positive dans la variation des primes, ce par quoi les sociétés à propriété dispersée se distinguent des sociétés au capital fermé, pour lesquelles l'asymétrie est négative.

Le tableau 4 présente les moyennes et les écarts-types relatifs aux éléments de la rémunération en espèces par secteur. Le groupe sectoriel auquel appartiennent le plus grand nombre d'entreprises dans notre échantillon est celui du pétrole et du gaz naturel (39 entreprises) alors que les deux secteurs regroupant le plus petit nombre d'entreprises sont le groupe transports et services environnementaux, et le secteur de l'immeuble (trois entreprises chacun). Dans chaque groupe industriel, le salaire moyen était plus élevé que la prime moyenne, le rapport entre les deux variant de 8,8 pour le secteur de l'immeuble à 1,8 pour celui des services financiers. Le secteur de l'immeuble offrant peu d'observations, le deuxième rapport le plus élevé est celui du secteur du pétrole et du gaz naturel, soit 4,9. Les niveaux de ces ratios peuvent dépendre de divers facteurs, y compris la viabilité du secteur (l'immeuble, par exemple) et la présence ou l'absence d'autres formes de rémunération liées aux résultats de l'entreprise (les droits à la plus-value des actions, les options, la participation des cadres dirigeants au capital-actions), qui entraîneraient des ratios moins élevés. Nous n'avons pas effectué de tests permettant de détecter l'influence de ces facteurs.

La moyenne de la rémunération en espèces globale varie de 230 000 dollars dans le secteur du pétrole et du gaz naturel à 618 000 dollars dans la catégorie « conglomérats ». Nous examinons ci-après les liens entre la rémunération et les variables relatives à la taille et aux résultats financiers de l'entreprise.

RAPPORTS ENTRE LA RÉMUNÉRATION ET LES CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES

LA RÉMUNÉRATION DEVRAIT DÉPENDRE DE DIVERS FACTEURS, y compris notamment le niveau de responsabilité, de même que la taille et le rendement de l'entreprise. Comme nous l'avons déjà souligné, les talents du gestionnaire, sa productivité, son aptitude à gérer une grande entreprise sont des attributs peu communs, qui devraient être rémunérés proportionnellement à la taille de l'entreprise. Cette rémunération prend généralement la forme d'un salaire, mais les cadres dirigeants devraient aussi se voir récompenser par des régimes d'incitations, puisque leurs décisions se répercutent au sein de toute l'entreprise.

TABLEAU 4

SOMMAIRE DES RÉSULTATS RELATIFS À LA RÉMUNÉRATION EN ESPÈCES, PAR CATÉGORIE SECTORIELLE

CATÉGORIE SECTORIELLE (SELON L'INDICE TSE 300)		RÉMUNÉRATION MOYENNE (ÉCART-TYPE ENTRE PARENTHÈSES)			
	NOMBRE D'ENTREPRISES	PRIMES (MILLIERS DE $)	SALAIRES (MILLIERS DE $)	RATIO (SALAIRES/ PRIMES)	TOTAL (MILLIERS DE $)
1. Métaux et minéraux	7	75,2 (111,2)	259,2 (99,1)	3,4	334,4 (165,6)
2. Or et argent	13	80,9 (103,8)	225,8 (110,0)	2,8	306,7 (163,4)
3. Pétrole et gaz naturel	39	39,4 (47,6)	191,4 (67,7)	4,9	230,8 (94,1)
4. Produits du papier et produits forestiers	13	73,5 (97,8)	240,3 (97,8)	3,3	313,8 (97,8)
5. Biens de consommation	16	118,0 (215,1)	258,3 (150,8)	2,2	376,3 (356,3)
6. Produits industriels	28	75,0 (79,1)	250,7 (86,5)	3,3	325,7 (123,6)
7. Immeuble	3	33,1 (39,9)	289,8 (86,4)	8,8	322,9 (125,5)
8. Transport et services environnementaux	3	82,4 (35,3)	255,8 (33,6)	3,1	338,1 (62,4)
9. Services à la collectivité	14	84,1 (59,6)	214,8 (84,7)	2,6	298,9 (138,8)
10. Communications et médias	18	102,9 (54,9)	452,1 (277,7)	4,4	555,0 (305,2)
11. Marchandisage	12	75,1 (73,4)	320,1 (153,4)	4,3	395,2 (164,9)
12. Services financiers	18	170,8 (315,1)	302,7 (114,2)	1,8	473,5 (328,6)
13. Conglomérats	6	204,6 (236,6)	413,4 (165,0)	2,0	618,0 (345,4)

Ceci implique que les primes en espèces doivent être reliées non pas à la taille de l'entreprise mais à ses résultats. Cette relation est toutefois relativement confuse lorsqu'on tient compte de la structure de propriété de l'entreprise. Dans

une entreprise au capital dispersé, par exemple, le lien normal entre la rémunération et les résultats est tel que nous venons de le décrire. Il en va autrement dans les sociétés au capital fermé, surtout si le propriétaire-directeur général détient une part importante des actions de la compagnie. En effet, il pourrait alors arriver que le salaire soit plus élevé, de façon à refléter le fait que les incitations basées sur le rendement des actions ne sont pas nécessaires et pourraient même fragiliser la position du propriétaire-directeur face aux fluctuations du prix des actions, ce qui pourrait l'amener à adopter un comportement davantage réfractaire au risque. Nous examinons maintenant les liens entre la rémunération en espèces (salaires, primes, rémunération globale) et les variables reliées à la taille et aux résultats de l'entreprise, ainsi qu'avec d'autres caractéristiques des entreprises, y compris la présence ou l'absence de facteurs de retranchement, telles les pilules empoisonnées et la structure du capital-actions en deux catégories. Comme il s'agit d'une première analyse effectuée à l'aide de données canadiennes, nous établirons une comparaison entre nos résultats et ceux qu'on trouve dans des études fondées sur des données observées à l'étranger.

La rémunération et la taille de l'entreprise

Étant donné les différences que renferme notre échantillon du point de vue de la structure de propriété des entreprises, notre analyse considérera séparément les sociétés au capital fermé et au capital dispersé, ces dernières présentant le plus de pertinence dans les comparaisons avec les études basées sur des données américaines.

On trouve au tableau 5 les résultats des régressions de la rémunération et de ses composantes à partir des variables relatives à la taille des entreprises, telles que l'actif, le chiffre d'affaires et d'autres caractéristiques, et ce pour les deux sous-échantillons. Dans les régressions, toutes les variables exprimées en dollars sont représentées par leurs logarithmes naturels. Cette spécification permet d'interpréter le coefficient de la régression à partir de la taille de l'entreprise comme un indice d'élasticité, de sorte qu'à une augmentation de la variable de taille de 10 p. 100, par exemple, correspond une hausse précise de la rémunération (en pourcentage).

Nous considérons également l'influence d'autres caractéristiques des entreprises sur la rémunération en espèces. Si la prime est reliée aux résultats financiers, on s'attendrait à ce qu'elle reflète la présence de bénéfices négatifs mesurés par le revenu net au cours de l'exercice financier. Nous avons fait appel à une variable auxiliaire pour mesurer ce facteur, de valeur 1 si le revenu net est négatif et de valeur 0 dans le cas contraire. On trouve dans le sous-échantillon des sociétés au capital dispersé 12 entreprises qui ont enregistré un revenu net négatif au cours de l'exercice observé, situation qu'elles partageaient avec 31 firmes comprises dans le sous-échantillon des sociétés au capital fermé. Si les salaires reflètent le coût de substitution des cadres ou les

TABLEAU 5

RÉMUNÉRATION LIÉE À LA TAILLE ET À D'AUTRES CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
VOLET A – SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ						
Constante	2,370	10,485[a]	10,363[a]	7,686	10,204[a]	10,199[a]
	(0,550)	(39,827)	(32,046)	(1,633)	(40,220)	(29,739)
Chiffre d'affaires	0,462	0,138[a]	0,164[a]	—	—	—
	(1,425)	(6,984)	(6,745)	—	—	—
Actif	—	—	—	0,047	0,145[a]	0,161[a]
				(0,147)	(8,354)	(6,829)
Bénéfices négatifs	–3,119[b]	0,077	–0,027	–2,619[c]	0,140	0,055
	(–1,974)	(0,802)	(–0,230)	(–1,653)	(1,639)	(0,475)
Inscriptions multiples	1,111	0,056	0,106	0,866	0,039	0,081
	(0,814)	(0,667)	(1,039)	(0,623)	(0,518)	(0,804)
Pilule empoisonnée	1,472	0,000	–0,023	1,781	0,082	0,076
	(0,880)	(0,001)	(–0,182)	(1,050)	(0,900)	(0,611)
$\bar{R}^2$	0,046	0,521	0,479	0,003	0,610	0,486
VOLET B – SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ						
Constante	3,783	9,921[a]	10,098[a]	4,840	10,003[a]	10,280[a]
	(1,124)	(36,957)	(29,557)	(1,259)	(30,122)	(24,710)
Chiffre d'affaires	0,424[c]	0,181[a]	0,189[a]	—	—	—
	(1,705)	(9,145)	(7,479)	—	—	—
Actif	—	—	—	0,334	0,169[a]	0,169[a]
				(1,212)	(7,128)	(5,688)
Bénéfices négatifs	–1,376	0,059	–0,076	–1,488[c]	0,012	–0,125
	(–1,560)	(0,833)	(–0,845)	(–1,682)	(0,151)	(–1,304)
Inscriptions multiples	0,026	0,133[b]	0,165[b]	–0,048	0,104	0,134
	(0,031)	(1,991)	(1,937)	(–0,057)	(1,433)	(1,472)
Pilule empoisonnée	2,293	0,031	0,146	2,271	0,033	0,145
	(1,489)	(0,251)	(0,932)	(1,464)	(0,243)	(0,862)
$\bar{R}^2$	0,031	0,386	0,300	0,021	0,271	0,196

NOTA : a Seuil de confiance de 1 p. 100.
b Seuil de confiance de 5 p. 100.
c Seuil de confiance de 10 p. 100.

résultats à long terme (mais non à court terme), on ne devrait trouver aucun lien significatif avec cette variable. Nous avons également utilisé des variables auxiliaires pour représenter diverses autres caractéristiques, soit l'inscription ou la non-inscription à plusieurs bourses, la présence ou l'absence d'une pilule empoisonnée, ainsi que la présence ou l'absence de deux catégories d'actions dans les sociétés au capital fermé. La valeur de chacune de ces variables est de 1 si l'entreprise possède la caractéristique indiquée et de 0 dans le cas contraire.

Plusieurs auteurs se sont penchés sur les liens entre la rémunération et la taille ou les résultats de l'entreprise. Rosen (1990) et Milgrom et Roberts (1992) ont résumé les résultats de ces analyses, où l'on constate que l'élasticité de la rémunération en espèces globale se situe dans un intervalle étroit – de 0,2 à 0,25 – lorsque la taille de l'entreprise est représentée par son chiffre d'affaires. Ce résultat s'étant avéré stable d'un pays à l'autre et d'un échantillon à l'autre, on le qualifie de « constante » de la rémunération. Dans le volet A du tableau 5, l'élasticité de la rémunération globale dans les sociétés au capital dispersé se chiffre à 0,164 lorsque la taille est mesurée par le chiffre d'affaires et à 0,161 lorsque c'est l'actif qui sert de critère. Ce résultat est un peu moins élevé que ceux qu'on trouve dans d'autres études, et il est statistiquement significatif. Autrement dit, à une augmentation de 10 p. 100 de la taille des entreprises de notre échantillon, mesurée par le chiffre d'affaires ou par l'actif, correspond une hausse d'environ 1,6 p. 100 de la rémunération globale. Pour le sous-échantillon des sociétés au capital fermé (volet B), les indices d'élasticité sont plus élevés, se chiffrant à 0,19 pour le chiffre d'affaires et à 0,17 pour l'actif.

Nous considérons également les effets de la taille de l'entreprise sur les composantes de la rémunération. Si, comme nous l'avons signalé plus haut, le salaire est relié au coût de substitution associé à la direction d'une grande entreprise, le coefficient de la variable de taille à l'égard des salaires devrait être positif. Quant aux primes, si elles sont fondées sur les résultats de l'entreprise, le rapport avec la taille de celle-ci devrait lui aussi être positif, puisque l'entreprise dont la prospérité est fondée sur la promotion de sa valeur en faveur des actionnaires peut voir son chiffre d'affaires ou son actif s'accroître, mais cet effet sera probablement indirect et, de ce fait, moins significatif. Dans le tableau 5, les colonnes 2 et 5 du volet A nous permettent de voir que, pour les sociétés au capital dispersé, il existe un lien positif et significatif entre le salaire et la taille de l'entreprise, le coefficient étant d'environ 0,14. Comme le terme constant est statistiquement significatif, on est en droit de croire qu'il y a dans l'équation des salaires un élément fixe qui est indépendant des effets attribuables à la taille. Quant au rapport entre les primes et la taille (rangées 1 et 4), bien qu'il soit positif, il n'est pas statistiquement significatif, tant à l'égard de l'actif que du chiffre d'affaires. Pour ce qui est des sociétés au capital fermé (volet B), l'élasticité des salaires par rapport à la taille des entreprises est plus élevée que dans le cas des sociétés au capital dispersé, se situant entre 0,17 et 0,18. Le terme constant reste positif et significatif. Dans le cas des primes, les

coefficients d'élasticité du chiffre d'affaires, tout en étant à peu près semblables à ceux des sociétés au capital dispersé, sont affectés d'un seuil de confiance de 10 p. 100. Si le critère utilisé est l'actif, toutefois, le coefficient n'est pas significatif. Un test statistique ne pourrait pas récuser l'hypothèse de l'identité des relations globales touchant la rémunération dans les deux sous-échantillons[7].

Les régressions nous renseignent également quant aux effets d'autres caractéristiques des entreprises sur les niveaux de rémunération. Dans le cas des sociétés au capital dispersé, ni la variable auxiliaire relative à l'inscription à plusieurs bourses ni celle relative aux pilules empoisonnées n'influencent le niveau de la rémunération globale ou de ses deux composantes. Comme on pouvait le prévoir, la présence de bénéfices négatifs a une incidence négative statistiquement significative sur les primes, mais aucun effet sur les salaires ou sur la rémunération globale lorsque la taille est représentée par le chiffre d'affaires. Si elle est représentée par l'actif de l'entreprise, le coefficient des bénéfices négatifs est lui-même négatif, mais il n'est que faiblement significatif qu'à l'égard des primes.

Le volet B du tableau 5 présente une image quelque peu différente en ce qui concerne les sociétés au capital fermé. Si l'on mesure la taille par le chiffre d'affaires, on constate que la variable auxiliaire représentant l'inscription à plusieurs bourses est positive et significative dans le cas des salaires; c'est donc dire qu'on trouve des salaires plus élevés dans les sociétés au capital fermé qui sont inscrites à plusieurs cotes boursières. On trouve le même résultat pour la rémunération globale mais non pour les primes. En ce qui concerne les salaires, ce résultat s'accorde avec la notion du coût de substitution et peut-être aussi à celle des aptitudes additionnelles nécessaires pour gérer une entreprise dont les actions sont inscrites sur les bourses américaines. Cette dernière hypothèse est toutefois sujette à des réserves dans la mesure où la variable représentant l'inscription aux bourses n'est pas significative dans le cas des sociétés au capital dispersé. Si la taille de l'entreprise est mesurée par son actif, le résultat relatif à la variable de l'inscription, bien que positif dans le cas des salaires et de la rémunération globale, n'est pas significatif. En ce qui concerne les primes, le lien avec la présence de bénéfices négatifs est négatif dans le cas des sociétés au capital dispersé, mais il n'est que faiblement significatif. Enfin, le retranchement, tel que révélé par la présence d'une pilule empoisonnée, a une influence positive dans le cas des sociétés au capital dispersé, mais ce facteur n'est pas significatif. L'interprétation de cette dernière variable est difficile dans le cas des sociétés au capital fermé car celles-ci comprennent des entreprises où la concentration de la propriété des actions est supérieure à 15 p. 100. On trouvera donc certaines entreprises où le contrôle est précaire et la présence d'une pilule empoisonnée sert à pérenniser la direction actuelle. Ailleurs, on trouvera deux catégories d'actions, situation qui représente une forme de retranchemement très efficace, de sorte qu'il n'est nul besoin de pilules empoisonnées. L'effet de la présence de deux catégories d'actions sur les rapports

entre la rémunération et les caractéristiques des entreprises est examiné dans la section suivante.

On constate donc que, dans le cas des sociétés au capital dispersé, les primes sont reliées à la présence de bénéfices négatifs, tandis que les salaires sont influencés seulement par la taille et renferment un élément fixe significatif. Pour les sociétés au capital fermé, les résultats indiquent que les salaires, en plus de comprendre un élément fixe, sont influencés par la taille et l'inscription à plusieurs cotes boursières, tandis que les primes sont influencées, négativement mais faiblement, par la présence de bénéfices négatifs.

Comme on l'a souligné plus haut, les sociétés au capital fermé comprennent des entreprises aux caractéristiques de propriété très différentes, mais on ne possède pas de données précises sur la participation réelle des PDG et des autres cadres dirigeants au capital-actions. On sait cependant si l'entreprise possède ou non deux catégories d'actions. La présence d'une telle structure conduit habituellement à deux types de comportement. Tout d'abord, l'actionnaire majoritaire détient une proportion importante des actions avec droit de vote mais non pas de l'ensemble du capital-actions, les actions avec droit de vote ne représentant habituellement qu'une faible part du total. Cela peut entraîner des coûts d'encadrement puisque les propriétaires-directeurs ne supportent qu'une faible proportion du coût de la maximisation opportuniste de la richesse, non axée sur la valeur de l'entreprise pour les actionnaires. Ensuite, la présence de deux catégories d'actions est un outil efficace pour lutter contre les tentatives de prise de contrôle, ce qui risque de mener à de mauvaises décisions et à des rémunérations sans rapport avec les résultats de l'entreprise. Elle risque aussi de mener à de mauvais résultats qui ne seraient pas corrigés par la discipline du marché des acquisitions. Pour examiner l'effet de la présence de deux catégories d'actions, nous avons estimé de nouveau la régression pour les sociétés au capital fermé, introduisant une variable auxiliaire dont la valeur est établie à 1 lorsque le capital-actions de l'entreprise est réparti en deux catégories. Les résultats de la régression sont présentés au tableau 6, où la taille de l'entreprise est représentée par le chiffre d'affaires. Le signe (positif ou négatif) et le degré de signification des variables restent les mêmes lorsque l'actif de l'entreprise sert d'indice de sa taille.

Si l'on considère d'abord les salaires, on constate que les variables représentant l'inscription à plusieurs bourses et la présence de deux catégories d'actions ont un effet positif et significatif. Dans le cas de la seconde variable, ce résultat est conforme à l'argument évoqué plus haut relativement au retranchement et au coût d'encadrement. On pourrait soutenir que dans les sociétés au capital fermé le propriétaire-directeur détient déjà une importante participation aux capitaux propres et que la rémunération en espèces (salaires ou primes) est par conséquent plus nécessaire que la rémunération reliée aux résultats de l'entreprise. Il est certes possible qu'il en soit ainsi, mais il reste que si l'entreprise possède deux catégories d'actions, le propriétaire-directeur ne détiendra pas forcément une part importante du capital-actions global. La

TABLEAU 6

LIENS ENTRE LA RÉMUNÉRATION ET DIVERSES CARACTÉRISTIQUES DES SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ

	SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ		
	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
Constante	3,673 (1,090)	9,899[a] (37,514)	10,074[a] (29,857)
Chiffre d'affaires	0,414[c] (1,663)	0,179[a] (9,200)	0,187[a] (7,482)
Bénéfices négatifs	–1,344 (–1,522)	0,065 (0,940)	–0,068 (–0,773)
Inscriptions multiples	0,122 (0,144)	0,152[b] (2,298)	0,1865[b] (2,202)
Pilule empoisonnée	2,490 (1,600)	0,070 (0,573)	0,190 (1,219)
Deux classes d'actions	0,819 (0,930)	0,1627[b] (2,358)	0,184[b] (2,085)
R^2 corrigé	0,030	0,407	0,318

NOTA : a Seuil de confiance de 1 p. 100.
b Seuil de confiance de 5 p. 100.
c Seuil de confiance de 10 p. 100.

présence de salaires élevés dans une telle situation semble donc toujours révéler la présence d'un problème de retranchement. En ce qui concerne les primes, la présence de deux catégories d'actions n'a pas d'effet significatif, tandis que l'effet des pilules empoisonnées est positif et presque significatif au seuil de confiance de 10 p. 100. Si les pilules empoisonnées sont introduites dans les sociétés dont les propriétaires ne détiennent pas une position importante ou qui n'ont pas deux catégories d'actions, la présence de rémunération élevée sous forme de primes vient appuyer l'hypothèse de retranchement des dirigeants.

Il semble donc que, dans ces équations, les salaires et les primes sont tous deux reliés à des variables de retranchement (présence d'une pilule empoisonnée ou de deux catégories d'actions), contrairement à ce qui se passe dans le cas des sociétés au capital dispersé, où les pilules empoisonnées n'ont pas d'effet significatif et les bénéfices négatifs ont un effet négatif significatif sur les primes au rendement.

Les équations estimées jusqu'à maintenant révèlent des divergences entre les deux sous-échantillons mais elles ne tiennent pas compte des effets des variations des variables dans le temps. La décision relative à la rémunération peut prendre la forme d'une modification en rapport avec certaines caractéristiques de l'entreprise. Nous tenons compte de cet aspect en considérant l'effet de ces variables sur la variation en pourcentage de la rémunération, mesuré par la variation du logarithme naturel des variables au cours de deux exercices financiers successifs, à partir des variations de la taille des entreprises et d'autres caractéristiques décrites plus haut. Les variations de la taille des entreprises sont mesurées à l'aide de la formule employée pour mesurer la variation de la rémunération. Le tableau 7 présente les liens entre les variations de la rémunération et celles de la taille et des autres caractéristiques des entreprises. Le volet A renferme les résultats relatifs aux sociétés au capital dispersé, tandis que ceux relatifs aux sociétés au capital fermé se trouvent dans le volet B. À partir des résultats observés au tableau 6 pour la variable représentant la présence de deux catégories d'actions, nous montrons les séries de régressions qui tiennent compte de cette variable pour les sociétés au capital fermé, de sorte que les résultats présentés dans le volet B du tableau 7 ne sont pas exactement comparables à ceux que renferme le volet A. Le recours à cette variable n'a toutefois pas d'effet important sur le signe ou sur le degré de signification des coefficients de régression des autres caractéristiques des entreprises pour les sociétés au capital fermé[8].

Pour les sociétés au capital dispersé (volet A), lorsque la variable de taille est mesurée par les variations du chiffre d'affaires, les seules variables significatives en ce qui concerne la variation des primes sont la présence de bénéfices négatifs et de pilules empoisonnées; toutes deux sont affectées d'un signe positif et d'un seuil de confiance de 10 p. 100. Il est difficile d'interpréter le résultat relatif aux bénéfices négatifs, car il semble indiquer que la variation des primes est plus grande dans les entreprises où les bénéfices sont négatifs. La variable relative aux pilules empoisonnées est conforme à la thèse du retranchement. En ce qui concerne la variation des salaires, la variable relative à l'inscription à plusieurs cotes est positive et significative, ce qui indique que la variation des salaires est plus grande si l'entreprise est inscrite à plusieurs bourses. Ce résultat est peut-être lié aux pratiques de rémunération aux États-Unis ou à la difficulté de traiter avec des actionnaires dans les deux pays. Enfin, le terme constant de la variation des salaires est positif et significatif. On peut interpréter ce résultat comme étant la manifestation d'une certaine persistance dans les salaires. On obtient des résultats semblables lorsqu'on se sert de l'actif pour mesurer la taille des entreprises. L'effet de persistance n'est observé que pour les salaires, dont la variation en pourcentage est liée positivement et significativement à l'augmentation de l'actif au cours de l'exercice financier. Ce résultat est conforme à l'hypothèse suivant laquelle l'accroissement de l'actif révèle un degré de responsabilité plus élevé et, par conséquent, une rémunération plus élevée elle aussi. Il convient de signaler que le chiffre

TABLEAU 7

VARIATION DE LA RÉMUNÉRATION LIÉE À LA VARIATION DE LA TAILLE ET D'AUTRES CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES

VOLET A – SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ

	VARIATION					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			RÉMUNÉRATION			RÉMUNÉRATION
	PRIMES	SALAIRES	GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	GLOBALE
Constante	–0,720	0,048[a]	0,019	–0,474	0,033[c]	0,000
	(–0,702)	(2,845)	(0,419)	(–0,429)	(1,861)	(0,016)
Variation du chiffre d'affaires	1,733	–0,004	0,051	—	—	—
	(0,896)	(–0,121)	(0,597)			
Variation de l'actif	—	—	0,293	0,069[c]	0,124	—
			(0,123)	(1,833)	(1,215)	
Bénéfices négatifs	2,752[c]	–0,002	0,095	2,279	0,016	0,104
	(1,650)	(–0,061)	(1,240)	(1,368)	(0,603)	(1,458)
Inscriptions multiples	–0,385	0,049[b]	0,026	–0,509	0,044[b]	0,012
	(–0,280)	(2,168)	(0,426)	(–0,364)	(1,967)	(0,198)
Pilule empoisonnée	2,866[c]	–0,027	0,088	2,932[c]	–0,020	0,103
	(1,707)	(–0,981)	(1,202)	(1,711)	(–0,727)	(1,403)
$\bar{R}^2$ corrigé	0,042	0,024	–0,007	0,024	0,093	0,018

VOLET B – SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ

	VARIATION					
Constante	1,177[b]	0,090[a]	0,152[a]	1,332[a]	0,099[a]	0,159[a]
	(2,259)	(4,641)	(4,382)	(2,780)	(5,471)	(4,986)
Variation du chiffre d'affaires	0,332	0,071	0,095	—	—	—
	(0,254)	(1,455)	(1,091)			
Variation de l'actif	—	—	—	–1,493	0 ,032	0,108
				(–1,492)	(0,853)	(1,619)
Bénéfices négatifs	–1,264	–0,017	–0,086	–1,084[b]	–0,017	–0,070
	(–1,581)	(–0,556)	(–1,630)	(–2,060)	(–0,548)	(–1,295)
Inscriptions multiples	–1,266[c]	–0,002	–0,069	–1,058	–0,002	–0,077
	(–1,679)	(–0,079)	(–1,378)	(–1,402)	(–0,080)	(–1,538)
Pilule empoisonnée	2,867[b]	–0,019	0,206[b]	3,111[b]	–0,024	0,188[b]
	(2,075)	(–0,362)	(2,249)	(2,255)	(–0,461)	(2,051)
Deux classes d'actions	0,298	–0,033	–0,032	0,369	–0,035	–0,038
	(0,381)	(–1,145)	(–0,621)	(0,474)	(–1,207)	(–0,738)
$\bar{R}^2$ ajusté	0,048	–0,007	0,061	0,064	–0,018	0,071

NOTA : a Seuil de confiance de 1 p. 100.
b Seuil de confiance de 5 p. 100.
c Seuil de confiance de 10 p. 100.

d'affaires peut augmenter sans que l'actif ne s'accroisse aussi, de sorte qu'il peut arriver que les résultats afférents à chacune des deux variables de taille soient différents. Enfin, aucune variable n'est significative dans les équations relatives à la variation de la rémunération globale.

Le volet B du tableau 7 présente les résultats relatifs aux sociétés au capital fermé, y compris en ce qui concerne la présence de deux classes d'actions. Lorsqu'on fait appel à la variation du chiffre d'affaires dans l'équation des primes, le terme constant et l'effet des pilules empoisonnées sont significatifs. Les coefficients des bénéfices négatifs et de l'inscription à plusieurs cotes sont négatifs, la seconde variable étant faiblement significative. Lorsque le critère de taille est la variation de l'actif, le coefficient des bénéfices négatifs est négatif et significatif, tandis que celui de la pilule empoisonnée demeure positif et significatif. L'équation relative aux primes manifeste donc un effet de persistance, un effet de retranchement grâce aux pilules empoisonnées et un effet négatif lié aux résultats de l'entreprise, observé dans les bénéfices négatifs. Lorsqu'on considère les salaires, le terme constant est la seule variable significative, tant à l'égard de l'actif que du chiffre d'affaires. (Il convient de rappeler que, dans le cas des sociétés au capital dispersé, l'inscription à plusieurs cotes, tout comme la variation de l'actif, ont un effet positif et significatif.) Enfin, en ce qui concerne la rémunération globale, les deux variables significatives dans le cas des sociétés au capital fermé sont le terme constant et la pilule empoisonnée; la variation de l'actif est presque significative au seuil de confiance de 10 p. 100. Il peut toutefois être inexact d'en conclure à la présence d'influences de la rémunération globale car la signification de cette variable découle de l'équation relative aux primes.

Ces résultats permettent de formuler certaines observations importantes. Tout d'abord, on constate dans les deux sous-échantillons un effet de retranchement dans l'équation des primes en raison du caractère significatif de la pilule empoisonnée. Ainsi, la variation des primes est plus élevée dans les entreprises qui ont mis en place une pilule empoisonnée. Ensuite, on trouve dans les deux sous-échantillons un effet de persistance dans la variation de l'équation des salaires. Mais on trouve aussi d'importantes différences entre les deux sous-échantillons. Premièrement, les sociétés au capital fermé manifestent un effet de persistance dans la variation des primes. Ainsi, les cadres dirigeants de ces entreprises sont davantage favorables aux variations positives des primes que leurs homologues des sociétés au capital dispersé. Deuxièmement, dans les sociétés au capital fermé l'inscription à plusieurs cotes n'exerce aucun effet sur les salaires, alors que cette influence existe dans le cas des sociétés au capital dispersé. Troisièmement, les sociétés au capital fermé manifestent un lien significatif entre la variation des primes et la présence de bénéfices négatifs. Contrairement à ce qui se passe dans le cas des sociétés au capital dispersé, l'influence des résultats de l'entreprise se produit dans le sens correct, en ce sens que la présence de bénéfices négatifs est liée à une variation moins grande des primes.

La rémunération et les résultats de l'entreprise

Si les contrats de rémunération sont conçus de façon à encourager les cadres dirigeants à prendre des décisions favorables à l'accroissement de la valeur des actions, les résultats de l'entreprise, qui servent à déterminer la rémunération, devraient être liés à la richesse des actionnaires. Nous examinons deux catégories de résultats, soit les indices comptables et les indices basés sur le marché. Les premiers sont liés aux ratios financiers conventionnels observés au cours du dernier exercice. Les ratios comptables comprennent le rendement des actions, c'est-à-dire le revenu net divisé par la valeur comptable des actions, ainsi que le rendement de l'actif, c'est-à-dire le revenu d'exploitation divisé par la valeur comptable de l'actif total; toutes les variables sont calculées en fonction de leur valeur en fin d'exercice. Comme ces variables ne reflètent pas la marge brute d'autofinancement, nous avons également utilisé un indice dans lequel les marges brutes d'autofinancement tirées de l'exploitation sont divisées par la valeur comptable de l'actif global. L'indice basé sur le marché est le taux de rendement des actions ordinaires au cours de l'exercice et est représenté par le logarithme naturel de la valeur relative des titres de participation, y compris les dividendes.

La rémunération globale et sous forme de salaires et de primes est d'abord mesurée par le logarithme de sa valeur, puis par la variation de ce logarithme. Bon nombre d'auteurs se sont penchés sur les liens entre les niveaux de rémunération et les résultats des entreprises. De façon générale, la demi-élasticité de la rémunération par rapport aux indices comptables des résultats est positive. Comme l'a signalé Rosen (1990), cette demi-élasticité se situe environ entre 1,0 et 1,25, et elle est significative. On peut observer ce résultat aux États-Unis et en Grande-Bretagne. Dans d'autres études, l'estimation de la demi-élasticité se fait par rapport au taux de rendement du marché et prend des valeurs elles aussi positives, qui se situent entre 0,10 et 0,16. Ce que suggèrent ces résultats, c'est que la rémunération est basée sur les résultats de l'entreprise, mesurés suivant les rendements comptables ou les rendements du marché. L'influence des indices de rendement comptable n'a pas de quoi surprendre, même s'il est vrai qu'ils peuvent être manipulés par les cadres dirigeants, car les données comptables sont facilement accessibles et généralement soumises à des vérifications comptables, et elles fournissent en outre des renseignements utiles sur les résultats de l'entreprise et, au bout du compte, sur l'évolution du cours des actions. Mais pour ceux qui croient que la rémunération incitative devrait servir à maximiser la valeur du capital des actionnaires, il serait sans doute souhaitable que les indices comptables soient reliés aux marges brutes d'autofinancement.

Le tableau 8 présente les résultats des régressions du niveau de la rémunération sur le taux de rendement annuel des actions (y compris les dividendes réinvestis) et sur d'autres caractéristiques des entreprises des deux

sous-échantillons. La variable de taille employée ici est l'actif. Celui-ci fournit en effet des valeurs ajustées du coefficient R^2 qui sont légèrement plus élevées, mais le recours au chiffre d'affaires ne modifierait pas sensiblement l'importance, le signe et le degré de signification des coefficients de régression individuels. Pour les sociétés au capital dispersé, la seule variable significative dans l'équation relative aux primes est le terme constant; le rendement des actions est affecté d'un coefficient négatif et non significatif. Les résultats relatifs aux salaires et à la rémunération globale eux aussi ne révèlent aucune influence de l'évolution du cours des actions; les seules variables significatives sont la constante et la taille de l'entreprise; on constate toutefois un lien positif anormal entre les bénéfices négatifs et les salaires. Pour les sociétés au capital fermé, la rémunération n'est liée à aucun indice relatif aux actions. Comme on a pu l'observer pour les régressions effectuées dans les sections précédentes, les variables représentant la présence de deux catégories d'actions et l'inscription

TABLEAU 8

LIENS ENTRE LES RÉSULTATS SUR LE MARCHÉ ET LES NIVEAUX DE RÉMUNÉRATION

	SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ			SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ		
	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
Constante	10,158[b]	10,284[a]	10,314[a]	4,715	9,925[a]	10,118[a]
	(1,946)	(36,221)	(26,892)	(1,201)	(30,322)	(24,329)
Actif	–0,072	0,142[a]	0,155[a]	0,343	0,173[a]	0,175[a]
	(–0,212)	(7,643)	(6,201)	(1,239)	(7,493)	(5,975)
Rendement des actions	–1,687	–0,054	–0,078	–0,813	–0,104	0,027
	(–1,084)	(–0,643)	(-0,686)	(–0,776)	(–1,189)	(0,246)
Bénéfices négatifs	–2,279	0,151[c]	0,071	–1,621[c]	–0,001	–0,108
	(–1,413)	(1,722)	(0,597)	(–1,773)	(–0,012)	(–1,115)
Inscriptions multiples	0,928	0,041	0,084	0,099	0,136[c]	0,164[c]
	(0,669)	(0,541)	(0,827)	(0,116)	(1,915)	(1,816)
Pilule empoisonnée	1,952	0,088	0,084	2,681[c]	0,112	0,202
	(1,148)	(0,950)	(0,669)	(1,693)	(0,846)	(1,207)
Deux classes d'actions	—	—	—	0,990	0,232[a]	0,249[a]
				(1,114)	(3,128)	(2,648)
$\bar{R}^2$ corrigé	0,007	0,604	0,480	0,019	0,319	0,227

NOTA : a Seuil de confiance de 1 p. 100.
b Seuil de confiance de 5 p. 100.
c Seuil de confiance de 10 p. 100.

à plusieurs cotes sont positives et significatives à l'égard des salaires et de la rémunération globale, tandis que la variable relative aux pilules empoisonnées est positive et significative à l'égard des primes[9].

Il peut cependant arriver que la variation, sinon le niveau, de la rémunération soit liée aux résultats de l'entreprise au cours de la période d'observation. Pour examiner cette possibilité, nous avons comparé la variation de la rémunération en espèces – salaires, primes et rémunération globale – à celle du chiffre d'affaires, du cours des actions et d'autres caractéristiques des entreprises. Les résultats sont présentés au tableau 9 pour les deux sous-échantillons. Dans le cas des sociétés au capital dispersé, l'effet de la pilule empoisonnée est positif et presque significatif au seuil de confiance de 10 p. 100 à l'égard des primes, tandis que le cours des actions et la présence de bénéfices négatifs ont une influence négligeable. Le résultat relatif aux pilules empoisonnées est

TABLEAU 9

LIENS ENTRE LA VARIATION DE LA RÉMUNÉRATION ET LA VARIATION DE LA TAILLE, DU RENDEMENT DES ACTIONS ET D'AUTRES CARACTÉRISTIQUES

	SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ			SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ		
	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
Constante	–0,986	0,030	–0,026	0,956	0,078	0,073
	(–0,802)	(1,528)	(–0,487)	(1,762)	(3,697)	(2,044)
Chiffre d'affaires	1,717	–0,005	0,048	0,220	0,070	0,069
	(0,878)	(–0,159)	(0,574)	(0,168)	(1,436)	(0,829)
Rendement des actions	0,591	0,040	0,099	0,831	0,007	0,206
	(,401)	(1,706)	(1,569)	(0,899)	(0,215)	(3,494)
Bénéfices négatifs	2,655	–0,088	0,074	–1,110	–0,014	–0,044
	(1,561)	(–0,304)	(1,026)	(–1,358)	(–0,441)	(–0,841)
Inscriptions multiples	–0,426	0,047	0,019	–1,323	0,002	–0,071
	(-0,300)	(2,084)	(0,317)	(–1,772)	(0,055)	(–1,485)
Pilule empoisonnée	2,810	–0,031	0,079	2,626	–0,012	0,173
	(1,652)	(–1,140)	(1,088)	(1,906)	(–0,231)	(1,970)
Deux classes d'actions	—	—	—	0,335	–0,036	–0,046
				(0,430)	(–1,218)	(–0,934)
$\bar{R}^2$ corrigé	0,023	0,065	0,025	0,053	–0,017	0,151

NOTA : a Seuil de confiance de 1 p. 100.
b Seuil de confiance de 5 p. 100.
c Seuil de confiance de 10 p. 100.

conforme à l'hypothèse de retranchement de la direction de l'entreprise. En ce qui concerne la variation des salaires, l'effet de l'inscription à plusieurs cotes est positif, ce qui reflète les niveaux de responsabilité et de salaire. Le rendement des actions a lui aussi un effet positif et significatif. On peut s'étonner de ce résultat, car les salaires devraient être reliés aux résultats à long terme et non à court terme; le taux de rendement annuel reflète les résultats à court terme.

Si l'on considère les sociétés au capital fermé, les résultats de l'entreprise n'ont aucune influence sur les équations relatives aux primes ou aux salaires. Dans le cas des primes, l'inscription multiple a un coefficient négatif et faiblement significatif, tandis que la pilule empoisonnée, tout comme dans le cas des sociétés au capital dispersé, a un coefficient positif mais significatif. L'effet négatif des inscriptions multiples surprend; peut-être reflète-t-il le fait que les sociétés inscrites à plusieurs cotes étaient déjà tenues de faire état de la rémunération des cadres avant que la législation ontarienne ne les y oblige et que cela a pu avoir un effet contraignant sur les primes. En ce qui concerne les salaires, seule la constante est positive et significative. La présence de deux catégories d'actions n'a aucun effet significatif dans les régressions. Enfin, le taux de rendement des actions a un effet positif et significatif sur la rémunération globale. On peut s'étonner de cette forte influence positive, compte tenu des résultats médiocres obtenus dans les régressions relatives aux primes et aux salaires, et de la faible influence du taux de rendement dans le cas des sociétés au capital dispersé.

La principale différence entre les deux sous-échantillons tient au degré de signification de la constante dans le cas des sociétés au capital fermé. Ce résultat reflète un élément de persistance qu'on a pu observer dans les régressions antérieures où l'on faisait appel à la variation de la rémunération. En outre, l'effet des pilules empoisonnées est plus puissant dans le cas des sociétés au capital fermé, tandis que l'inscription multiple donne des coefficients de signes différents dans les deux sous-échantillons : le coefficient est positif et significatif à l'égard des salaires, mais négatif et faiblement significatif à l'égard des primes dans les sociétés au capital fermé.

Comme les données comptables occupent une place si importante, peut-être les faibles taux de réussite qu'on peut observer lorsqu'on tente de relier les niveaux ou les variations de la rémunération aux résultats du marché s'amélioreront-ils si on recourt aux indices comptables, puisqu'il est fort possible que les décisions relatives à la rémunération s'inspirent de ces indices. Le tableau 10 résume les liens entre la rémunération et les variables comptables. En calculant ces liens, nous avons omis la variable représentant la présence de bénéfices négatifs, car elle serait vraisemblablement hautement corrélée avec les variables comptables. Celles-ci comprennent le rendement des actions et le rendement de l'actif, qui représentent tous deux des bénéfices comptables et non des marges brutes d'autofinancement. La troisième variable de rendement a pour but de remédier à cette carence en divisant les marges brutes

d'autofinancement par l'actif. Dans le cas des sociétés au capital dispersé, seul le rendement de l'actif est significatif et positif à l'égard des primes. En ce qui concerne les sociétés au capital fermé, les deux variables comptables ont un effet significatif à l'égard des salaires seulement, mais le coefficient est affecté du mauvais signe. Bien que ce résultat ne figure pas au tableau, lorsque la taille est représentée par l'actif, les coefficients des salaires restent négatifs mais deviennent non significatifs. Ce résultat s'accorde avec celui qu'on peut observer pour le taux de rendement annuel. Le signe et le degré de signification des variables liées à la présence de deux catégories d'actions, aux pilules empoisonnées et aux inscriptions multiples (non représentées dans le tableau) restent invariables quelle que soit la spécification des variables reflétant les résultats de l'entreprise, et sont généralement semblables aux résultats observés quand on mesure la performance de l'entreprise par le taux de rendement de ses actions sur le marché. Pour les salaires, la variable représentant les marges brutes d'autofinancement divisées par l'actif est significative dans les deux sous-échantillons, mais elle est affectée du mauvais signe.

Enfin, une analyse similaire est effectuée à l'aide de la variation de la rémunération et des variables de performance (voir les résultats au tableau 11). Dans le cas des sociétés au capital fermé, on ne décèle aucun lien entre l'une

TABLEAU 10

LIENS ENTRE LA RÉMUNÉRATION ET LES INDICES DE RENDEMENT COMPTABLES

	RÉMUNÉRATION					
	SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ			SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ		
INDICES DE RENDEMENT	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
Rendement des actions	>0 ns	<0 ns	>0 ns	>0 ns	<0 s	<0 ns
Rendement de l'actif	>0 s	<0 ns	>0 ns	>0 ns	<0 s	<0 ns
MBA divisée par l'actif	<0 ns	<0 s	<0 s	<0 ns	<0 s	<0 ns

NOTA : Les indices de rendement comptables sont le rendement des actions, le rendement de l'actif et la marge brute d'autofinancement divisée par l'actif. Les entrées au tableau indiquent le signe des coefficients des régressions et son degré de signification à l'égard du lien entre la rémunération et l'indice de rendement. La taille est représentée par le chiffre d'affaires dans les régressions.
MBA = marge brute d'autofinancement
s = significatif (seuil de confiance d'au moins 5 p. 100)
fs = faiblement significatif (seuil de confiance de 10 p. 100)
ns = non significatif.

ou l'autre des formes de rémunération et les indices comptables. Dans le cas des sociétés au capital dispersé, par contre, le rendement des actions a un effet négatif et significatif sur la variation des primes et de la rémunération globale, alors qu'on se serait attendu à voir un signe positif. Les autres variables de performance, bien qu'elles aient elles aussi un coefficient négatif (sauf le rendement de l'actif à l'égard des salaires), n'ont toutefois aucun effet significatif. Pour la rémunération globale, le rendement des actions est positif et significatif.

Bien que les résultats n'apparaissent pas au tableau 11, nous avons également examiné les effets d'autres variables sur la rémunération. Pour les entreprises au capital dispersé, l'équation relative aux primes révèle un effet positif et significatif à l'égard de la pilule empoisonnée, et ce, peu importe la variable comptable utilisée. Eu égard à la variation des salaires, le terme constant et l'inscription multiple sont positifs et significatifs. Ces résultats diffèrent quelque peu de ceux qu'on trouve pour le sous-échantillon comprenant les sociétés au capital fermé. Dans ce cas, peu importe l'indice comptable choisi, la constante est positive et significative, les inscriptions multiples ont un effet négatif et significatif, et les pilules empoisonnées maintiennent leur effet positif et significatif. Pour ce qui est de la variation des salaires, la constante est la

TABLEAU 11

LIENS ENTRE LA VARIATION DE LA RÉMUNÉRATION ET LES INDICES DE RENDEMENT COMPTABLES

	VARIATION DE LA RÉMUNÉRATION					
	SOCIÉTÉS AU CAPITAL DISPERSÉ			SOCIÉTÉS AU CAPITAL FERMÉ		
INDICES DE RENDEMENT	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE	PRIMES	SALAIRES	RÉMUNÉRATION GLOBALE
Rendement des actions	<0 s	<0 ns	<0 s	>0 ns	>0 ns	>0 ns
Rendement de l'actif	<0 ns	>0 ns	<0 ns	>0 ns	>0 ns	>0 ns
MBA divisée par l'actif	<0 ns	<0 fs	<0 ns	>0 ns	>0 ns	>0 ns

NOTA : Les indices de rendement comptables sont le rendement des actions, le rendement de l'actif et la marge brute d'autofinancement divisée par l'actif. Les entrées au tableau indiquent le signe des coefficients des régressions et son degré de signification à l'égard du lien entre la rémunération et l'indice de rendement. La taille est représentée par le chiffre d'affaires dans les régressions.
MBA = marge brute d'autofinancement
s = significatif (seuil de confiance d'au moins 5 p. 100)
fs = faiblement significatif (seuil de confiance de 10 p. 100)
ns = non significatif.

seule variable significative. Les résultats obtenus à l'aide des variables de performance indiquent qu'il y a un effet de retranchement grâce à l'influence des pilules empoisonnées sur les primes. Les différences entre les sociétés au capital fermé et au capital dispersé se manifestent dans l'influence de l'inscription multiple dans l'équation relative aux primes, où elle est non significative pour les entreprises à propriété dispersée mais négative et significative pour les sociétés au capital fermé. En outre, l'effet des inscriptions multiples est positif et significatif à l'égard de l'équation des salaires dans le cas des sociétés au capital dispersé.

CONCLUSIONS

LE BUT DE CETTE ÉTUDE EST D'IDENTIFIER les facteurs qui jouent un rôle important dans la détermination de la rémunération des dirigeants d'entreprise au Canada et de déterminer si l'effet de ces facteurs est conforme au principe de la maximisation de la richesse des actionnaires. Nous souhaitons également déterminer si la structure de propriété et les variables qui reflètent directement le phénomène de retranchement, telles les pilules empoisonnées et la présence de deux catégories d'actions, ont un effet quelconque sur la rémunération.

Les résultats de notre analyse ne sont pas très encourageants lorsqu'on considère les effets des résultats financiers des entreprises sur la rémunération. Lorsqu'on mesure ces résultats par le taux de rendement des actions sur le marché, peu importe la structure de propriété de l'entreprise, on ne constate aucun lien entre la performance et la rémunération en espèces, tant du point de vue de ses composantes que du montant global. Quand on examine la variation de la rémunération, les salaires montrent un lien positif au taux de rendement des actions dans le cas des sociétés au capital dispersé; dans le cas des sociétés au capital fermé, c'est la rémunération globale qui manifeste un tel lien. Les résultats obtenus à l'aide de variables représentant des indices comptables sont ambigus. Peu importe la structure de propriété des entreprises et la forme de rémunération, la plupart des variables représentant les résultats financiers des entreprises sont non significatives ou bien, lorsqu'elles le sont, sont affectées du mauvais signe. Lorsque les résultats prennent la forme de bénéfices négatifs, cela a pour effet de diminuer la rémunération sous forme de primes dans les deux sous-échantillons. On peut donc croire que la performance a un effet sur les primes par le biais de l'influence des bénéfices négatifs.

Enfin, nous considérons les effets des variables de retranchement sur la rémunération. Peu importe la structure de propriété, la présence d'une pilule empoisonnée n'a aucun effet sur l'équation des salaires. Elle a cependant un effet positif et significatif pour les deux sous-échantillons lorsqu'on examine la variation des primes et, dans certains cas, celle de la rémunération globale. Le retranchement semble donc avoir un effet positif sur la variation des primes. Les variables relatives à la présence de deux catégories d'actions ne sont significatives que dans les équations relatives aux niveaux des salaires et de la

rémunération globale. Il semble donc y avoir un comportement de retranchement lié à la rémunération dans les deux catégories d'entreprises.

La dernière différence réside dans l'importance du terme constant au sein des équations, notamment de celles qui concernent les variations des variables considérées. En ce qui concerne les niveaux de rémunération, l'équation des salaires a toujours un terme constant positif et significatif, et l'équation des primes manifeste une tendance similaire dans le cas des sociétés au capital fermé. Celles-ci sont donc disposées favorablement envers la rémunération, mais ce résultat est probablement la manifestation du comportement de dirigeants qui possèdent une proportion importante du capital-actions de l'entreprise et qui souhaitent obtenir une rémunération sous forme de salaires et de primes qui soit indépendante des résultats de l'entreprise, puisqu'ils possèdent déjà une part importante des actions.

Bien que ces résultats puissent paraître décourageants, il faut garder à l'esprit deux aspects importants de notre étude. Premièrement, nous ne nous sommes penchés ici que sur la rémunération en espèces et n'avons pas examiné les résultats des entreprises qui peuvent être reliés à d'autres formes de rémunération. Deuxièmement, la divulgation de données relatives à la rémunération des cadres des entreprises qui ne sont pas inscrites à plusieurs cotes boursières est un phénomène relativement nouveau au Canada. À mesure qu'on aura accès à plus de données et qu'on pourra en savoir davantage sur les liens (ou l'absence de liens) entre la rémunération et la performance des entreprises, on assistera à une évolution des pratiques en matière de rémunération et à un accroissement de l'influence des marchés des acquisitions et des capitaux. Ainsi, les entreprises dont les propriétaires-directeurs sont indélogeables, les sociétés au capital fermé, celles qui sont dotées de deux catégories d'actions et, dans une moindre mesure, celles qui se sont dotées d'une pilule empoisonnée peuvent tirer de l'arrière par rapport aux entreprises qui doivent modifier leurs régimes de rémunération ou leur régime de gestion sous l'effet des pressions du marché. Nous prévoyons que les études qui, à l'avenir, se pencheront sur les liens entre la rémunération et les résultats des entreprises trouveront des liens plus étroits que ceux que nous avons pu observer, tout au moins dans les sociétés au capital dispersé.

NOTES

1 Daniels et MacIntosh (1991) signalent qu'en 1990 seulement 14 p. 100 des entreprises comprises dans l'indice TSE 300 de la bourse de Toronto avaient un capital dispersé, alors qu'aux États-Unis ce chiffre atteignait 63 p. 100 des entreprises figurant dans l'indice Fortune 500. L'indice TSE 300 comprenait 60,3 p. 100 d'entreprises appartenant à un seul actionnaire

possédant le contrôle légal de son entreprise et 25,4 p. 100 d'entreprises appartenant à un seul actionnaire possédant un contrôle effectif de son entreprise (soit de 20 à 49,9 p. 100 des actions avec droit de vote) ou à deux ou trois actionnaires qui peuvent combiner leur avoir et établir un contrôle légal ou effectif sur l'entreprise. À la fin de 1993, le capital-actions d'environ 38 p. 100 des sociétés inscrites à l'indice TSE 300 était dispersé, c'est-à-dire qu'aucun actionnaire ou bloc d'actionnaires ne détenait plus de 15 p. 100 des actions.

2 On trouvera un résumé des articles et ouvrages consacrés à cette question dans Daniels et Halpern (1995).

3 On trouvera une analyse coûts/bénéfices de ces instruments de rémunération dans Elitzur (1995).

4 Bien que la base de données comprenne des renseignements sur la rémunération différée (les options, par exemple), nous ne nous en servons pas dans la présente étude car les données manquent de cohérence et leur fiabilité est incertaine. On trouvera une analyse des problèmes que soulève la divulgation des régimes d'incitations à long terme dans Ontario Securities Commission (1995).

5 Nous avons entrepris de cueillir des données sur la rémunération différée, et nous nous proposons d'incorporer cette variable dans de futurs travaux de recherche.

6 On trouvera dans Varian (1992, ch. 25, p. 448-452), Kreps (1990, ch. 16, p. 586-608) et Laffont (1990, ch. 10, p. 159-164) des analyses formelles du régime d'incitations optimales.

7 Nous avons fait appel au test de Chow et effectué des régressions séparées pour chacun des deux sous-échantillons et pour l'ensemble de l'échantillon. Le coefficient estimé à l'aide de ce test a une distribution en F.

8 Nous avons également essayé de déterminer si les sociétés au capital dispersé pouvaient être aussi différentes des spécifications attribuées aux sociétés au capital fermé. À l'aide du test de Chow, nous avons constaté qu'on ne peut rejeter l'hypothèse nulle suivant laquelle les sociétés au capital dispersé ont la même équation que les sociétés au capital fermé.

9 Nous avons aussi effectué des régressions d'où a été éliminée la variable auxiliaire représentant les bénéfices négatifs, au cas où il y aurait un rapport de multicollinéarité entre cette variable et celle qui reflétait le taux de rendement des actions. Les résultats ne sont légèrement moins bons que dans le cas de l'équation relative aux primes s'appliquant aux sociétés au capital dispersé; les résultats pour les autres variables restent inchangés.

APPENDICE 1

LA THÉORIE DES RÉGIMES DE RÉMUNÉRATION DES DIRIGEANTS D'ENTREPRISE

LA MISE AU POINT DE RÉGIMES DE RÉMUNÉRATION des cadres s'inspire du modèle du mandant (propriétaire) et de son mandataire (agent). Nous avons fait appel dans cet appendice à un modèle de ce genre, lequel rassemble divers éléments provenant de modèles développés par Rasmusen (1989, ch. 6), Kreps (1990, ch. 16), Laffont (1990, ch. 11) et Varian (1992, ch. 25). Dans ce modèle, le propriétaire embauche un agent pour diriger son entreprise. La fonction de la valeur du propriétaire, V, dépend d'un résultat quelconque, x, et du coût de la rémunération de l'agent. Le résultat x est fonction de l'effort e et d'un état de la nature θ qui se produit selon une densité de probabilité $f(Q)$. L'utilité U de l'agent dépend de la rémunération s, elle-même fonction de x. L'agent choisit un niveau d'effort qui optimise sa rémunération. En outre, il faut que cette rémunération soit assez élevée pour que l'agent accepte l'emploi offert. L'utilité minimale de l'agent qui l'incitera à rester est désignée U_0. E étant l'opérateur des attentes, le programme suivant décrit le dilemme auquel fait face le propriétaire de l'entreprise :

$$\underset{\tilde{e}}{Max}\, EV\,(x\,(\tilde{e},\,\theta) - C\,(\tilde{e})) \tag{1}$$

où

$$C\,(\tilde{e}) = \underset{s(\,.\,)}{Min}\, Es(x(\tilde{e},\,\theta) \tag{2}$$

sous réserve que

$$\tilde{e} = \underset{\tilde{e}}{ArgMax}\, EU\,(e,\,s(x(e,\,\theta))) \tag{2.1}$$

$$EU\,(\,.\,) \geq U_0 \tag{2.2}$$

On désigne les contraintes (2.1) et (2.2) sous les appellations de contrainte de compatibilité des incitations et contrainte de participation, respectivement.

Ce dilemme est résolu à l'aide d'une approche en deux étapes, qui s'inspire de Grossman et Hart (1983). La solution procède de la façon suivante :

étape 1 trouver pour chaque niveau d'effort e le contrat le moins coûteux capable d'inciter l'agent à accepter l'offre et à choisir ce niveau d'effort;

étape 2 trouver le niveau d'effort optimal pour le propriétaire.

On réalise la première étape en résolvant le programme (2) en (2.2). On obtient la seconde étape en maximisant le problème (1) à l'aide de notre solution à l'étape 1.

À partir de ce modèle, la rémunération optimale prend la forme suivante :

$$s(\,.\,)^* = w + g(x) \;:\; g'(x) \geq 0 \qquad (3)$$

w, un terme constant relié à la contrainte de participation, dépend donc de U_0, la valeur de substitution de l'agent (qui est exogène). $g(x)$ désigne une fonction non décroissante en x, le résultat escompté par le propriétaire. Si l'agent est indifférent au risque, le régime de rémunération optimal prendra la forme suivante :

$$s(\,.\,) = w + bx \qquad (4)$$

b est un terme constant, de sorte que l'équation (4) décrit un régime d'incitations linéaire.

Remerciements

Nous tenons à remercier la firme KPMG, qui nous a donné accès à sa base de données sur la rémunération des dirigeants d'entreprise, ainsi que Frans Harts et Steven Hadjiyannakis, qui ont cueilli les données et construit la base de données.

BIBLIOGRAPHIE

Abowd, J., « Does Performance-Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance », *Industrial and Labor Relations Review*, Supplement, 1990, p. 52S-73S.

Bhagat, S., J. A. Brickley et R. Lease, « Incentive Effects of Stock Purchase Plans », *Journal of Accounting and Economics*, 1983, p. 195-215.

Brickley, J. A., S. Bhagat et R. Lease, « The Impact of Long-range Managerial Compensation Plans on Shareholder Wealth », *Journal of Accounting and Economics*, 1985, p. 115-129.

Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, « Executive Compensation and Indebtedness Disclosure », Rapport du personnel, le 17 février 1995, p. 1-86 à 1-95.

Daniels, R. et P. Halpern, « Too Close for Comfort. The Role of The Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, (à paraître, automne 1995).

Daniels, R. et J. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *Osgoode Hall Law Journal*, 1991.

Elitzur, R. et Yaari, « Executive Incentive Compensation and Earnings Manipulation in a Multi-period Setting », *Journal of Economic Behavior and Organization*, (à paraître).

Gibbons, R. et K. Murphy, « Relative Performance Evaluation for Chief Executive Officers », *Industrial and Labor Relations Review*, Supplement, 1990, p. 30S-51S.

Jensen M. et K. Murphy, « Performance Pay and Top-Management Incentives », *Journal of Political Economy*, 1990, p. 225-264.

Kang, J. et A. Shivdasani, « Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan », manuscrit, Université du Rhode Island, 1994.

Kaplan, S., « Top Executive Rewards and Firm Performance. A Comparison of Japan and the United States », *Journal of Political Economy*, 1994, p. 510-545.

_____, « Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany », *Journal of Law, Economics and Organizations*, 1994, p. 142-159.

Kostiuk, P., « Firm Size and Executive Compensation », *The Journal of Human Resources*, 1989, p. 90-105.

Kreps, D. M., *A Course in Microeconomic Theory*, Princeton University Press, Princeton (N.J.), 1990.

Laffont, J. J., *The Economics of Uncertainty and Information*, deuxième édition, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1990.

Lambert, R., D. Larcker et K. Weigelt, « The Structure of Organizational Incentives », *Administrative Sciences Quarterly*, 1993, p. 438-461.

Larcker, D. F., « The Association Between Performance Plan Adoption and Corporate Capital Investment », *Journal of Accounting and Economics*, 1983, p. 3-30.

Leonard, J., « Executive Pay and Firm Performance », *Industrial and Labor Relations Review*, Supplement, 1990, p. 13S-29S.

Mehran, H., « Executive Compensation Structure, Ownership and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, (à paraître, 1995).

Milgrom, P. et J. Roberts, *Economics, Organization, and Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs (N.J.), 1992.

Murphy, K., « Corporate Performance and Managerial Remuneration », *Journal of Accounting and Economics*, 1985, p. 11-42.

Rasmusen, E., *Games and Information. An Introduction to Game Theory*, Basil Blackwell, Londres, 1989.

Rosen S., « Contracts and the Market for Executives », NBER, Working Paper 3542, décembre 1990.

Tehranian, H. et J. Waegelin, « Short Term Bonus Plan Adoption and Stock Market Performance – Proxy and Industry Effects: A Note », *Financial Review*, 1986, p. 345-353.

Tosi, H. et L. Gomez-Mejia, « The Decoupling of CEO Pay and Performance. An Agency Theory Perspective », *Administrative Sciences Quarterly*, 1989, p. 169-189.

Varian, H. R., *Microeconomic Analysis*, troisième édition, Norton, New York, 1992.

Zenger, T., « Why Do Employers Only Reward Extreme Performance? Examining the Relationships among Performance, Pay and Turnover », *Administrative Sciences Quarterly*, 1992, p. 198-219.

David A. Stangeland
Drake School of Management
Université du Manitoba

Ronald J. Daniels
Faculté de droit
Université de Toronto

Randall Morck
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta

6

À plein régime : Une étude de cas du groupe Hees-Edper

INTRODUCTION

NOUS COMPARONS DANS CETTE ÉTUDE UN CERTAIN NOMBRE D'ENTREPRISES contrôlées par le groupe Hees-Edper à un nombre d'autres firmes indépendantes de même taille et appartenant aux mêmes secteurs industriels. La comparaison porte sur une période de quatre ans, soit de 1988 à 1992, qui prend fin tout juste avant qu'on apprenne que le groupe se trouvait en difficulté. Au cours de cette période, les entreprises Hees-Edper ont enregistré des niveaux de profitabilité à peu près égaux ou inférieurs à ceux des firmes indépendantes. L'étude montre également qu'elles représentaient des investissements beaucoup plus risqués, et ce, bien avant que la situation financière du groupe ne commence à se dégrader. Non seulement avaient-elles des coefficients d'endettement très forts, mais même lorsqu'on fait abstraction de ce facteur, elles affichaient des niveaux de risque beaucoup plus élevés.

Notre étude montre par ailleurs que les régimes de rémunération incitative excessifs mis en place par les entreprises du groupe ont incité leurs dirigeants à adopter des stratégies fort risquées et que la possibilité de s'assurer conjointement contre le risque qu'offrait la structure de propriété croisée des entreprises facilitait cette tendance du fait qu'elle semblait accroître la capacité d'endettement du groupe. Mais comme ce niveau de risque plus élevé ne menait à aucune amélioration de la performance générale du groupe, on est en droit de croire que son efficacité économique laissait à désirer. Le coefficient d'endettement plus élevé des entreprises Hees-Edper aurait dû entraîner un avantage fiscal considérable en raison de la possibilité de déduire les intérêts au niveau du groupe. On peut donc penser que leurs résultats médiocres étaient occultés par les avantages fiscaux dont elles bénéficiaient.

LES ASPECTS FINANCIERS DES CONGLOMÉRATS

AU COURS DES ANNÉES 60 ET 70, LES CONGLOMÉRATS ÉTAIENT considérés comme des investissements de rêve sur les marchés boursiers (Firth, 1980). Dès qu'une grande société annonçait son intention d'en acquérir une autre pour se diversifier, le cours de ses actions connaissait une ascension vertigineuse (Matsusaki, 1993). Cette psychologie de masse s'est propagée aux dirigeants d'entreprise aussi bien qu'aux investisseurs, et les acquisitions motivées par la diversification ont causé un énorme préjudice à de nombreuses entreprises qui, sans cela, seraient restées saines et prospères. Les sociétés se sont éventuellement rendu compte que la popularité de la diversification était excessive et elles ont amorcé un retour à leurs activités de base. Aujourd'hui, la vague des fusions de conglomérats des années 60 a plutôt l'air d'une manie.

DÉFENSE DES CONGLOMÉRATS

S'AGIT-IL LÀ DE JUGEMENTS PRÉCIPITÉS ? Il ne manque pas d'arguments économiques rationnels pour justifier les conglomérats. Certains d'entre eux sont même plutôt convaincants, tout au moins en apparence.

Suivant le premier de ces arguments, défendu notamment par Caves (1982) et Rugman (1994), certains avoirs intangibles produisent des rendements plus élevés lorsqu'ils sont utilisés sur une plus grande échelle. On attribue notamment cette faculté à la R-D, aux connaissances en marketing et à la bonne gestion. Selon cette vue intuitive, un nouveau produit ou une nouvelle campagne de publicité comportent des coûts fixes au départ, mais les résultats sont fonction de l'importance de l'activité à laquelle ils s'appliquent. De même, un gestionnaire compétent placé à la tête d'une grande entreprise génère plus de richesse qu'un dirigeant tout aussi compétent responsable d'une firme plus petite. On devrait donc, suivant cette thèse, confier aux cadres compétents la direction d'activités dont la portée et l'ampleur sont aussi vastes que possible.

C'est là le genre d'argument qu'on a souvent invoqué pour justifier l'expansion horizontale des sociétés à l'échelle internationale, mais on peut également, semble-t-il, les appliquer à l'échelle nationale, tout au moins dans une certaine mesure. Montgomery et Wernerfelt (1988) aussi bien que Panzar et Willig (1981) ont fait appel à cette argumentation pour expliquer pourquoi la vague de diversification entreprise par les conglomérats au cours des années 60 et 70 reflétait un comportement rationnel.

Deuxièmement, la structure du conglomérat se substitue, dans une certaine mesure, aux marchés des capitaux. Si ceux-ci étaient excessivement myopes ou grossièrement inefficaces, on serait certes justifié de les éviter. Mais la plupart des études théoriques consacrées à cette question indiquent que les marchés ne manifestent pas un tel degré d'inefficacité. Même les auteurs qui, à l'instar de

Keynes (1933), soutiennent que les marchés sont effectivement très inefficaces, affirment souvent que les dirigeants d'entreprise sont victimes des mêmes sautes d'humeur que les investisseurs. Il n'en reste pas moins que, même dans une économie où les marchés des capitaux sont efficaces, il peut y avoir de bonnes raisons de les éviter. Parmi ces raisons, il s'en trouve deux, désignées ici le problème du « citron » et le problème des « liquidités gratuites », qui convergent pour former un argument en faveur des conglomérats.

Le problème du « citron » se pose lorsqu'une entreprise a de bons projets d'investissement mais n'a pas les fonds nécessaires pour les réaliser et doit alors émettre des titres pour se procurer de nouveaux capitaux. Myers et Majluf (1984) ont montré que cette solution ne va pas sans coût. Les entreprises devraient émettre de nouvelles actions lorsque le cours de leurs actions déjà en circulation est trop élevé. Tout comme pour les voitures usagées, il est toutefois difficile d'évaluer les titres mobiliers de façon précise, et l'acheteur éventuel est toujours enclin à soupçonner que le produit n'est pas aussi bon qu'on le prétend. Sinon, pourquoi l'a-t-on mis en vente maintenant ? Est-ce un « citron » ? Les investisseurs pourraient, rationnellement, interpréter l'annonce de l'émission de nouveaux titres comme étant le signe d'une surévaluation des titres déjà en circulation. De fait, les cours boursiers d'une entreprise ont tendance à baisser lorsqu'elle annonce l'émission de nouvelles actions. Des effets analogues mais moins évidents se produisent dans le cas des émissions d'obligations. Étant donné le problème du citron, les entreprises devraient établir un ordre de priorités dans le financement de leurs nouveaux projets : elles devraient, dans la mesure du possible, recourir à des fonds issus de leurs marges brutes d'autofinancement et ne faire appel aux marchés des capitaux que lorsqu'elles ne disposent pas de fonds internes et que les avantages escomptés du nouveau projet compensent la baisse des cours des titres en circulation. Du fait qu'elle permet de transférer des fonds d'une division à l'autre, la structure du conglomérat élude le problème du citron, car elle agit à l'instar d'un intermédiaire financier au sens où l'entend Diamond (1991).

Jensen (1986) affirme que les entreprises appartenant à des secteurs stables et à faible croissance investissent souvent leurs capitaux dans des projets aux rendements négatifs. Le problème des « liquidités gratuites » se pose lorsqu'une firme appartenant à un secteur à faible croissance ne peut trouver des projets d'investissement profitables. Elle devrait alors disposer de ses liquidités excédentaires en les versant aux actionnaires sous forme de dividendes. Mais si ces liquidités sont maintenues au sein de l'entreprise, elles procurent souvent divers avantages aux cadres dirigeants. Par exemple, elles permettront à l'entreprise de prendre de l'expansion et, par là, aux dirigeants d'accroître la taille de leur « empire »; ou encore elles permettront d'assurer un climat plus calme dans les relations avec les syndicats ou de cimenter les liens avec les politiciens. C'est à ce surinvestissement des excédents de liquidités qu'on donne le nom de « problème des liquidités gratuites ». Les conglomérats qui englobent à la fois des entreprises appartenant à des secteurs à faible croissance

et aux liquidités excédentaires, et des firmes actives dans des industries à croissance rapide et assoiffées de liquidités, sont donc en mesure de régler d'un seul coup, de façon à la fois très élégante et très simple, le problème du citron et celui des liquidités gratuites. Du fait qu'il peut investir ses capitaux internes dans les projets les plus prometteurs de ses divisions, un conglomérat peut mieux servir les intérêts de ses actionnaires.

Troisièmement, la diversification réduit le risque au niveau de l'ensemble du conglomérat (Gahlon et Stover, 1979). Les spécialistes universitaires des questions financières affirment sans cesse que la diversification de l'entreprise n'apporte aucun avantage à ses actionnaires, car ceux-ci pourraient tout aussi bien réduire leur risque en diversifiant eux-mêmes leur propre portefeuille. Cet argument ne convainc toutefois pas, car il postule que la diversification d'une société et le niveau du portefeuille d'un investisseur particulier sont de parfaits substituts, ce qu'à l'évidence elles ne sont pas. La réduction du risque au niveau du groupe pourrait permettre à la direction de prendre des engagements à long terme plus crédibles envers les travailleurs, les fournisseurs et les clients. Elle pourrait également atténuer la nécessité de sacrifier une partie du rendement du capital de l'entreprise afin de maintenir la marge financière nécessaire pour assurer sa liquidité. Un degré inférieur de risque au niveau du conglomérat pourrait également permettre d'attirer de meilleurs travailleurs et cadres à des prix inférieurs puisqu'il ne serait pas nécessaire d'incorporer une prime de risque dans l'investissement en compétences professionnelles requises par l'entreprise (Aron, 1988). Il pourrait aussi encourager les dirigeants à entreprendre plus d'investissements risqués au niveau du conglomérat qu'ils ne le feraient autrement en raison de leur aversion naturelle au risque, ce qui favoriserait la concordance des intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires. Il se peut que la diversification au niveau du conglomérat n'engendre pas d'avantages en faveur des actionnaires, mais la question n'est pas tranchée aussi nettement que de nombreux observateurs semblent le croire.

Quatrièmement, la diversification contribue à la réduction des impôts payés par le conglomérat en optimisant une structure de capitaux qui comprend une plus grande part d'endettement. En s'assurant réciproquement grâce aux transferts des bénéfices au sein du conglomérat, les divisions de ce dernier seront moins enclines à ne pas honorer leurs dettes que ne le serait une firme indépendante dont l'activité s'exerce au sein d'un seul secteur. C'est pourquoi le portefeuille d'un conglomérat peut comprendre une part d'endettement plus élevée, dans l'ensemble, que ne le peut celui d'une entreprise indépendante. Bien sûr, si la direction du conglomérat décide d'accroître son niveau d'endettement afin de pouvoir tirer parti de l'assurance réciproque pour accroître les déductions fiscales liées à cet endettement, le degré de réduction du risque que peut apporter la diversification est plutôt restreint. Les avantages que la baisse des impôts sur les bénéfices de l'entreprise engendre en faveur des investisseurs dans l'ensemble sont atténués par les impôts personnels

plus élevés qu'ils doivent payer sur la dette. Mais dans un contexte où les investisseurs qui n'ont pas à payer d'impôts (les caisses de retraite, par exemple) jouent un rôle grandissant, il n'est pas évident que cela n'aurait aucun effet sur les cours boursiers en général. Du reste, les actionnaires sont amenés à financer des sauvetages qu'ils n'envisageraient même pas en d'autres circonstances, en raison de la responsabilité réduite qui leur est confiée. En l'absence d'avantages fiscaux, cette diminution des dividendes compenserait exactement les meilleurs conditions que l'entreprise pourrait obtenir de ces créanciers, de sorte que les deux facteurs s'équilibreraient. La possibilité de déduire les intérêts mais non pas les dividendes aux fins de l'impôt a donc pour effet de faire pencher la balance en faveur de la diversification.

L'ÉCHEC DE LA FORMULE DU CONGLOMÉRAT

LES RÉSULTATS MÉDIOCRES ENREGISTRÉS PAR LES CONGLOMÉRATS jettent le doute sur l'universalité des arguments évoqués ci-haut. Berger et Ofek (1995) constatent une décote de 13 à 15 p. 100 de la valeur des conglomérats par rapport à celle de portefeuilles comparables d'entreprises indépendantes. Comment et Jarrell (1995) ont trouvé un lien positif entre le retour à des activités moins diversifiées et le rendement des actions. Selon John et Ofek (1995), les ventes d'éléments d'actif améliorent les résultats de l'entreprise lorsqu'ils contribuent à concentrer son activité dans un champ d'action plus restreint. Durant les années 80, les entreprises qui ont annoncé des acquisitions au sein de leur propre secteur industriel ont vu la valeur de leurs actions augmenter, tandis que celles qui faisaient des acquisitions dans d'autres secteurs que le leur voyaient les cours de leurs actions baisser (Morck et coll., 1990). Wernerfelt et Montgomery (1988), quant à eux, ont découvert un effet de concentration positif dans une étude empirique des facteurs qui déterminent la valeur des entreprises. De nombreuses entreprises qui avaient antérieurement lancé une campagne d'acquisitions agressive ont passé une bonne partie des années 80 à recentrer leur stratégie sur leurs activités prioritaires et à se défaire de celles qui n'avaient aucun lien avec elles (Donaldson, 1990).

POURQUOI LES CONGLOMÉRATS SONT-ILS TOMBÉS EN DÉFAVEUR ?

PREMIÈREMENT, LA THÈSE SUIVANT LAQUELLE LES CONGLOMÉRATS peuvent exploiter sur une (plus) grande échelle les avoirs intangibles des entreprises qui leur appartiennent ou dont ils détiennent le contrôle a toujours été moins convaincante que la théorie analogue justifiant les multinationales. Il est permis de croire, en effet, qu'il est beaucoup moins facile de transférer la R-D et les compétences en marketing entre des entreprises appartenant à des secteurs hétérogènes qu'entre des entreprises appartenant au même secteur mais localisées dans des pays étrangers. Aussi les compétences en gestion étaient le bien intangible qui paraissait offrir le plus de possibilités d'accroître la valeur de tous

les actifs compris au sein du conglomérat. Le conglomérat, croyait-on, se caractérisait par un style de direction dynamique et entrepreneurial, qu'il transmettait aux entreprises qu'il acquérait, accroissant ainsi considérablement l'efficacité et les bénéfices, et menant à une hausse du cours des actions (Firth, 1980). On a aujourd'hui une opinion beaucoup moins exaltée de la transférabilité des compétences en gestion : on a moins tendance à croire que le gestionnaire qui démontre une grande facilité pour découvrir de nouvelles réserves de pétrole est également un candidat de rêve pour diriger une brasserie, par exemple. Au demeurant, même les bons gestionnaires peuvent faire preuve d'arrogance déplacée.

Deuxièmement, on constatait que les conglomérats souffraient de problèmes de gestion. Ils se caractérisaient par un excès de centralisation (Baker, 1992), et plusieurs d'entre eux servaient de véhicules aux ambitions des quelques bâtisseurs d'empires. Les actionnaires, qui auraient exercé beaucoup plus d'influence et auraient été mieux renseignés au sujet des décisions financières dans des entreprises plus petites et concentrées dans un seul secteur d'activité, étaient incapables de surveiller ou de discipliner les cadres dirigeants de grands conglomérats complexes, qui disposaient d'une plus grande marge de manœuvre pour donner libre cours à leur aventurisme. Selon Amihud et Lev (1981), les entreprises dirigées par les mandataires des actionnaires sont beaucoup plus enclines à établir des structures de conglomérat diversifiées que celles qui sont gérées par leurs propriétaires; il est même possible que l'existence même des conglomérats soit la manifestation de problèmes de gestion[1]. Il est certain, en tout cas, que le niveau réduit de risque qu'offre un conglomérat à de quoi séduire les gestionnaires. Selon Rose et Shepard (1994), les salaires des cadres des conglomérats sont supérieurs de 10 à 12 p. 100, et leur rémunération globale, de 13 à 17 p. 100, aux émoluments reçus par leurs homologues employés dans des entreprises indépendantes de même taille. Ces auteurs constatent également, toutefois, que les primes accordées aux cadres sont sans rapport avec la durée de l'emploi et que cela pourrait être attribuable au fait qu'un niveau de compétence plus élevé est requis pour diriger un conglomérat.

Bref, même s'il est possible que les conglomérats engendrent des avantages réels grâce à une meilleure utilisation des fonds internes, à la réduction du degré de risque et à la capacité d'endettement plus grande, il semble bien que ces bienfaits sont largement neutralisés par les problèmes de gestion liées à la structure même des conglomérats.

UN AMALGAME DE CONGLOMÉRATS ET D'ENTREPRISES INDÉPENDANTES ?

MALGRÉ LES RÉSULTATS ÉVOQUÉS PLUS HAUT, il reste possible que les conglomérats soient une structure d'entreprise valable et utile dans certaines circonstances. Roe (1994) maintient que l'échec de cette formule dans le contexte américain,

malgré les avantages potentiels qu'elle recélait, était attribuable, en partie tout au moins, au fait que, dans les conglomérats qui possédaient leurs filiales à 100 p. 100, les gestionnaires n'avaient pas accès aux signaux du marché qui offraient des renseignements si utiles à leurs homologues des entreprises indépendantes. C'était plutôt par le biais d'un système de commandement et de contrôle basé principalement sur des données comptables que les dirigeants des conglomérats étaient informés des réactions du marché. Roe ajoute qu'une formule qui conjuguerait un contrôle partiel, l'accès aux signaux du marché et une intégration partielle de la finance et de l'industrie (ou de différents niveaux de l'industrie) pourrait pu se révéler supérieure aussi bien à la formule du conglomérat qu'au modèle de l'entreprise indépendante soumise à la discipline du marché.

Aux États-Unis, toutefois, la loi de 1940 sur les sociétés de placements (*Investment Company Act*) tend à décourager la formation de conglomérats comprenant un grand nombre de filiales qui ne leur appartiennent qu'à titre partiel[2]. Lorsque 40 p. 100 du portefeuille d'un conglomérat américain est consacré à des participations partielles à d'autres entreprises, la loi le considère comme une société de placements qui doit verser des impôts sur les dividendes qu'elle reçoit de ses filiales. C'est là un obstacle important, car l'une des principales raisons d'être du conglomérat est de redistribuer les capitaux de façon efficace. La seule issue consiste donc à se transformer en société de fonds mutuels, mais cela entraînerait des restrictions sur la composition du portefeuille et sur les transactions entre les entreprises qui forment le conglomérat.

Au Canada, la *Loi sur les sociétés d'investissement*[3] ne s'oppose pas à la constitution de conglomérats au sens où le fait la législation américaine. Les sociétés qui sont constituées en vertu de la législation fédérale et qui se servent de capitaux d'endettement pour financer leurs placements en actions ou en titres de dette doivent se conformer à certaines règles en matière de divulgation; ces règles sont administrées par le Bureau du surintendant des institutions financières, l'organisme auquel est confiée la réglementation des institutions financières fédérales. La Loi assujettit également ces sociétés à des restrictions visant diverses transactions entre entreprises apparentées. Les sociétés peuvent toutefois contourner cet obstacle en se constituant ou se reconstituant en vertu d'une loi provinciale, puisque qu'on ne trouve dans les provinces aucune loi comparable à la loi fédérale.

La législation fiscale fédérale exerce cependant une influence réglementaire plus grande sur la structure et les résultats des conglomérats au Canada. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, le Canada autorise le versement de dividendes au sein d'un groupe de sociétés sans qu'il soit nécessaire de payer des impôts, ce qui permet d'effectuer des transferts internes de capitaux sur une base plus efficace. Il convient toutefois de ne pas exagérer les avantages comparatifs rattachés à cette différence en ce qui concerne le traitement des dividendes. Alors que la législation américaine permet aux conglomérats de faire état de leurs bénéfices sur une base consolidée, les lois fiscales au

Canada ne le permettent pas. On peut supposer que les conglomérats canadiens ont par conséquent plus de difficulté à maximiser la valeur de l'évitement fiscal lié aux pertes subies par leurs filiales. Par contre, le Canada offre des dispositions plus généreuses relativement aux déductions pour versements d'intérêts, ce qui ajoute un élément de complexité à l'analyse. Ces dispositions représentent une subvention implicite à l'endettement et, de ce fait, encouragent les dirigeants d'entreprise à recourir à des niveaux d'endettement élevés pour financer de nouvelles acquisitions. Bref, cette comparaison rapide des régimes fiscaux du Canada et des États-Unis ne permet pas de conclure sans hésiter que la taille et la durabilité des conglomérats canadiens est forcément liée aux règles fiscales. Seule une analyse empirique permettra de déterminer quels effets ont une influence prépondérante.

Outre la législation fiscale, on trouve cependant au Canada d'autres règles, mesures et politiques qui, si elles ne sont pas spécifiquement destinées à encourager la formation de conglomérats, ne créent pas moins des conditions susceptibles de permettre aux actionnaires qui détiennent le contrôle d'une entreprise et à leurs mandataires de manifester des comportements opportunistes. Ainsi, on peut, de façon générale, affirmer que l'adoption, par les gouvernements qui se sont succédés à Ottawa, de politiques industrielles mercantilistes a contribué à la réduction du pouvoir de négociation des actionnaires canadiens qui investissent dans les titres des sociétés canadiennes. La règle de la *Loi de l'impôt sur le revenu* relative à la propriété étrangère en fournit un exemple. Cette règle stipule que le niveau admissible des placements dans les caisses de retraite jouissant d'un traitement fiscal favorable ne doit pas dépasser 20 p. 100 (10 p. 100 jusqu'à récemment) de la valeur du portefeuille. Les investisseurs canadiens ont donc une marge de manœuvre plus restreinte lorsqu'ils désirent retirer leurs placements d'une entreprise parce qu'ils sont en désaccord avec les politiques de ses dirigeants. Il se peut que cela ait permis à des sociétés de placements inefficaces de survivre et, en même temps, prolongé un système où la richesse est redistribuée en faveur des cadres et au détriment des investisseurs[4].

On peut proposer des arguments similaires dans le contexte de la législation canadienne sur les sociétés et les valeurs mobilières. Par exemple, on peut soutenir que l'absence d'un vigoureux régime de divulgation des titres mobiliers, appliqué par le secteur privé, réduit la transparence des transactions internes aux yeux des actionnaires externes et accroît l'attrait de la formule du conglomérat aux yeux des cadres opportunistes[5]. De même, l'absence d'une loi imposant aux actionnaires majoritaires des responsabilités fiduciaires mandatées par les actionnaires minoritaires a contribué de façon significative – du moins dans un contexte historique – à l'attrait qu'ont exercé les conglomérats sur les dirigeants et actionnaires opportunistes au Canada (Daniels et MacIntosh, 1991). Grâce à cette lacune, les détenteurs d'actions majoritaires et leurs mandataires jouissent d'une marge de manœuvre beaucoup plus grande pour effectuer des opérations déloyales que celle des entreprises constituées en vertu de lois américaines[6].

Nous croyons également que les politiques industrielles mercantilistes adoptées par les gouvernements canadiens ont encouragé la formation de conglomérats. Le protectionnisme, les restrictions sur l'exportation de capitaux canadiens et le traitement fiscal favorable accordé à certaines catégories de placements en titres canadiens ont contribué au développement d'une économie industrielle tournée sur elle-même, au sein de laquelle les entreprises canadiennes ont concentré leur activité sur la production d'un large éventail de biens et services destinés au marché intérieur protégé plutôt que d'une gamme plus étroite de biens concurrentiels destinés au marché international. Ce contexte a permis au conglomérat diversifié de devenir un moyen naturel de favoriser la croissance des entreprises.

L'environnement politique au Canada, davantage propice à la concentration du pouvoir économique, a donc favorisé la formation de conglomérats, se démarquant ainsi très nettement par rapport à ce qui s'est passé aux États-Unis. Chez nos voisins, en effet, il s'est développé dans les milieux politiques une tradition de méfiance profonde et durable envers la concentration du pouvoir économique, tandis qu'au Canada le climat politique s'y est montré beaucoup plus favorable, le désir de créer et préserver une identité nationale fragile ayant largement débordé les inquiétudes que pouvait susciter la tendance au regroupement des entreprises. Dans la mesure où cette tendance est le résultat inéluctable du protectionnisme d'État, les Canadiens la considèrent comme un prix acceptable de la promotion d'objectifs collectifs (Benidickson, 1993).

On peut donc soutenir que les lois et les traditions canadiennes encouragent précisément le genre d'amalgame qu'envisage Roe (1994). L'exemple dominant de la concentration économique au Canada ces dernières années est celui du groupe Hees-Edper, contrôlé par les frères Edward et Peter Bronfman.

Le groupe Hees-Edper

En 1952, Sam Bronfman, l'entrepreneur qui avait transformé Seagram's en un géant de l'alcool au cours des années de prohibition aux États-Unis, a informé ses neveux Edward et Peter qu'il établirait un fonds en fiducie en leur faveur, tandis que ses propres fils hériteraient de l'entreprise familiale. Quarante ans plus tard, faisant peu de cas du recul de la diversification, les frères Bronfman avaient, avec l'aide du stratège financier sud-africain Jack Cockwell, transformé ce pécule en un vaste empire composé de plus de 100 entreprises actives dans des domaines aussi divers que les banques d'investissement et l'exploitation forestière. À son apogée, le groupe Bronfman représentait 15 p. 100 de la capitalisation globale des sociétés inscrites à la Bourse de Toronto. La liquidation du fonds a produit plus de 100 millions de dollars canadiens en actions Seagram's.

La stratégie de Cockwell était fondée sur la notion de pyramides de contrôle : l'entreprise A, au capital détenu à part entière par un petit nombre d'actionnaires, détenait le contrôle de l'entreprise B, qui détenait le contrôle

de l'entreprise C, et ainsi de suite. Cette stratégie permettait de contrôler un grand nombre d'entreprises grâce à l'effet de levier. Ainsi, les frères Bronfman pouvaient exercer un plein contrôle sur une entreprise dont ils ne détenaient, par pyramides interposées, que 51 p. 100 de 51 p. 100... de 51 p. 100 des actions. En croisant les pyramides et en structurant le capital de façon à ce que les actions avec droit de vote restreint ou sans droit de vote soient attribuées aux investisseurs extérieurs tandis que les actions avec droit de vote prépondérant étaient libellées en faveur des Bronfman et de leurs associés, on pouvait réduire encore davantage la participation requise pour contrôler une entreprise donnée.

Cette structure pyramidale signifiait qu'on trouvait partout au sein du groupe des grappes d'actions qui étaient transigées sur les places financières. Elle conjuguait ainsi la formule du conglomérat, où les décisions étaient coordonnées par les entreprises de base, au capital fermé, et celle de la propriété dispersée, caractérisée par l'émission d'actions, les réunions des actionnaires, la présence de conseils d'administration, la publication de bilans financiers et la participation des institutions au capital de la société.

Parmi les entreprises contrôlées par le groupe Hees-Edper, certaines y avaient été adjointes au moyen d'une série de transactions compliquées organisées par Hees International Bancorp Inc., la banque d'investissement des frères Bronfman. La prise de contrôle de Versatile Corporation par Hees en mai 1987 en est un cas typique. Versatile, un fabricant de matériel agricole, avait acquis des intérêts dans le secteur énergétique, puis dans celui de la construction de navires, grâce à l'achat de la société Davie en 1985. Deux ans plus tard, toutefois, Versatile était acculé à la faillite et Hees en prenait le contrôle dans une opération de rachat qui lui procura éventuellement une participation de plus de 40 p. 100. Un autre exemple de ce procédé est le rachat de National Business Systems en 1989, alors que Hees racheta auprès des investisseurs institutionnels américains 80 millions de dollars de la dette de l'entreprise en faillite et acquit ainsi une participation dominante. Certains qualifient aujourd'hui de « capitalisme vautour » les prises de participation de ce genre, mais on pourrait répondre à cela que Hees acquérait ainsi des connaissances spécialisées dans la réorganisation des entreprises en difficulté, connaissances qui s'apparentent aux compétences en gestion attribuées aux dirigeants de conglomérats américains durant les années 60 et 70.

Le groupe Hees-Edper a également pris de l'expansion en acquérant des entreprises qui dominaient des secteurs précis (Noranda Forests et MacMillan Bloedel, par exemple). Les sociétés immobilières du groupe, Carena Development et Bramalea, ainsi que la société énergétique Norcen et la maison d'édition Pagurian, ont toutes joué un rôle déterminant au sein de leurs secteurs respectifs tout au long des années 80.

Une autre pratique du groupe Hees-Edper qui mérite d'être mentionnée consistait à mettre en place des régimes de rémunération incitative excessifs à l'intention des cadres dirigeants et de certains employés des entreprises qu'il

contrôlait. Comparativement à ce qu'on pouvait trouver ailleurs, les cadres supérieurs touchaient des salaires relativement faibles, qui souvent se situaient seulement autour de 100 000 dollars par année, mais ils pouvaient emprunter du groupe, sans intérêt, jusqu'à dix fois leur salaire annuel afin d'acheter des actions des entreprises Hees-Edper, et on les encourageait même à le faire[7]. D'après des renseignements anecdotiques que nous avons obtenus au sujet des pratiques de rémunération de Trust Royal, une entreprise alors contrôlée par le groupe Hees-Edper, il semble toutefois que les risques et les rendements étaient inégalement répartis entre les gestionnaires et les actionnaires : on aurait tacitement promis aux principaux dirigeants qu'ils seraient protégés contre d'éventuelles pertes liées aux placements financés par endettement mais qu'ils bénéficieraient des plus-values éventuelles. Ce régime, qui était en place durant une bonne partie de la décennie, ne pouvait manquer d'inciter fortement les cadres à prendre des risques. Il convient de préciser que la présence de régimes de rémunération incitative ne signifie pas qu'on avait écarté la possibilité de problèmes quant aux liens entre les mandants et les mandataires.

Quel parti le groupe Hees-Edper a-t-il tiré de sa structure hybride ? A-t-il abaissé le degré de risque en établissant un réseau d'assurance réciproque entre les entreprises qu'il contrôlait ? Ou s'est-il plutôt servi de l'assurance réciproque pour relever son coefficient d'endettement et convertir le risque en un avantage fiscal ? Les grappes d'actions transigées à la bourse ont-elles mené à des pratiques de gestion plus saines que cela n'aurait été le cas si Hees-Edper avait été un « pur » conglomérat ? C'est à ces questions qu'est consacré le reste de notre étude, où nous comparons divers indicateurs financiers du groupe Hees-Edper à ceux d'entreprises indépendantes similaires.

Données et méthodologie

Nous nous sommes servis du répertoire de Statistique Canada consacré aux « liens de parenté entre corporations » pour identifier les entreprises du groupe Hees-Edper dont les actions se sont vendues sur les places boursières de 1988 à 1991. Nous avons choisi cette période parce que c'est à cette époque que le groupe a connu son extension la plus grande. La période d'observation commence en 1988 pour éviter d'inclure les effets de la débâcle financière d'octobre 1987 dans les données, et prend fin tout juste avant les problèmes du secteur immobilier qui ont signalé le déclin du groupe Bronfman.

Les données globales au sujet de la dette et de l'actif proviennent du CD-ROM *Canadian Compustat*, tandis que les chiffres relatifs aux rendements quotidiens des actions proviennent du CD-ROM TSE-Western. Les entreprises sont classées par secteur industriel à l'aide de la classification normalisée des industries à trois et à quatre chiffres. Leur taille est mesurée à l'aide de leur actif global en 1990.

Chacune des entreprises du groupe Bronfman est comparée à une entreprise indépendante appartenant au même secteur industriel et ayant à peu près

la même taille. Nous avons toutefois retranché de l'étude la plupart des sociétés immobilières et certaines entreprises financières parce qu'il n'y avait pas d'entreprises indépendantes comparables (c'est-à-dire des firmes qui n'étaient pas contrôlées par d'autres conglomérats, tels le groupe Olympia et York, dirigé par les frères Reichmann). Notre échantillon se compose donc de 19 entreprises observées sur une période de quatre ans, soit 76 entreprises-années au total. Six entreprises-années ont cependant été exclues pour cause d'aberration, ayant manifesté des coefficients bêta (β) ou de variance qui étaient éloignés de plus de trois écarts-types des estimations principales relatives à l'entreprise Hees-Edper ou à la firme indépendante à laquelle elle était appariée, de sorte que notre analyse porte sur 70 observations, réparties sur les quatre années de la façon suivante : 19 en 1988, 19 en 1989, 17 en 1990 et 15 en 1991.

RÉSULTATS

LES PRINCIPAUX RÉSULTATS FIGURENT AU TABLEAU 1. Les tableaux 2 à 5 renferment les résultats des tests statistiques qui permettent d'établir le degré de fiabilité des écarts observés entre les entreprises appartenant au groupe Hees-Edper et celles auxquelles elles ont été comparées.

TABLEAU 1

VALEURS STATISTIQUES UNIVARIÉES S'APPLIQUANT À TOUTES LES VARIABLES ET À TOUTES LES ENTREPRISES-ANNÉES EXAMINÉES

VARIABLE DE RANGÉE	ÉCHANTILLON	MOYENNE	MÉDIANE	MINIMUM	MAXIMUM	ÉCART-TYPE
1) Recettes d'exploitation	Entreprises Hees-Edper	7,1	8,7	−95,0	22,5	14,7
2) Recettes d'exploitation/ actif (%)	Entreprises indépendantes	7,7	9,5	−49,7	25,7	9,9
3) Financement par endettement	Entreprises Hees-Edper	0,694	0,645	−0,22	2,03	0,454
4) Coefficient bêta	Entreprises indépendantes	0,303	0,043	−0,048	1,35	0,402
5) Endettement (%)	Entreprises Hees-Edper	33,1	32,6	0	70,8	17,2
6)	Entreprises indépendantes	26,3	18,5	0	95,1	24,6
7) Actif sans endettement	Entreprises Hees-Edper	0,473	0,436	−0,129	1,74	0,337
8) Coefficient bêta	Entreprises indépendantes	0,215	0,025	−0,005	1,07	0,293

NOTA : L'échantillon comprend 70 observations pour le groupe Bronfman et 70 observations pour les sociétés indépendantes, sauf dans le cas des recettes d'exploitation, où on n'en trouve que 65.

TABLEAU 2

TESTS STATISTIQUES COMPARANT LES RAPPORTS RECETTES D'EXPLOITATION/ACTIF DES ENTREPRISES DU GROUPE BRONFMAN (DETTE/ACTIF) ET DES SOCIÉTÉS INDÉPENDANTES

	MOYENNE	MÉDIANE
Entreprises Bronfman (%)	7,11	8,72
Entreprises indépendantes (%)	7,74	9,48
Écart entre les deux groupes (%)	0,63	0,100
Valeur *p* pour les écarts[1]	0,468	0,811
Nombre d'observations (entreprises-années)	65	65

1 Test t pour les moyennes, test de Wilcoxon pour les médianes.

Les rangées 1 et 2 du tableau 1 fournissent un indice de la profitabilité générale, soit le recette d'exploitation par dollar d'actif, exprimée en pourcentage (rendement). D'après cet indicateur, les entreprises du groupe Hees-Edper ont des résultats légèrement moins favorables que les firmes indépendantes. L'écart entre les deux groupes n'est toutefois pas suffisant pour satisfaire aux critères statistiques présentés dans le tableau 2. Des tests similaires dans lesquels nous faisons appel à d'autres indicateurs comptables de performance aboutissent au même résultat. C'est donc dire que les compagnies du groupe Hees-Edper n'ont pas affiché de meilleurs résultats que les entreprises choisies aux fins de la comparaison. Au mieux, les résultats des deux groupes sont à peu près semblables.

Les rangées 3 et 4 du tableau 1 comparent les coefficients bêta du financement par endettement des deux groupes d'entreprises. Le coefficient β d'une entreprise est un indicateur du risque dont se servent habituellement les gestionnaires de portefeuille[8]. Un coefficient élevé indique un placement à risque élevé, tandis qu'un coefficient faible indique un placement relativement sûr. Or, les coefficients bêta des entreprises du groupe Bronfman sont sensiblement plus élevés que ceux des firmes indépendantes auxquelles elles sont comparées. Le tableau 3 montre que ces écarts sont hautement significatifs du point de vue statistique, d'où nous concluons que les actions des entreprises des Bronfman comportaient un degré de risque beaucoup plus élevé que celles des sociétés indépendantes.

Les rangées 5 et 6 du tableau 1, où sont comparés les niveaux d'endettement des deux groupes d'entreprises, montrent que celles du groupe Bronfman ont un endettement financier beaucoup plus élevé que les firmes indépendantes.

TABLEAU 3

TESTS STATISTIQUES COMPARANT LES COEFFICIENTS β DU FINANCEMENT PAR ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DU GROUPE BRONFMAN ET DES SOCIÉTÉS INDÉPENDANTES

	MOYENNE	MÉDIANE
Entreprises Bronfman	0,694	0,645
Entreprises indépendantes	0,303	0,043
Écart entre les deux groupes	0,391	0,360
Valeur *p* pour les écarts[1]	0,0001	0,0001
Valeur *p* pour le test *t* pondéré	0,0001	
Nombre d'observations (entreprises-années)	70	70

1 Test *t* pour les moyennes, test de Wilcoxon pour les médianes.

TABLEAU 4

TESTS STATISTIQUES COMPARANT L'ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DU GROUPE BRONFMAN (DETTE/ACTIF) ET DES SOCIÉTÉS INDÉPENDANTES

	MOYENNE	MÉDIANE
Entreprises Bronfman (%)	33,1	32,6
Entreprises indépendantes (%)	26,3	18,5
Écart entre les deux groupes (%)	6,8	6,6
Valeur *p* pour les écarts[1]	0,0033	0,0009
Nombre d'observations (entreprises-années)	70	70

1 Test *t* pour les moyennes, test de Wilcoxon pour les médianes.

Le tableau 4 montre que cet écart est très significatif, ce qui nous permet d'affirmer que les sociétés du groupe Hees-Edper étaient beaucoup plus endettées que leurs homologues autonomes.

Les rangées 7 et 8 du tableau 1 comparent les coefficients β des deux groupes d'entreprises en l'absence d'endettement. Ces estimations constituent

TABLEAU 5

TESTS STATISTIQUES COMPARANT LES COEFFICIENTS β SANS ENDETTEMENT DES ENTREPRISES DU GROUPE BRONFMAN ET DES SOCIÉTÉS INDÉPENDANTES

	MOYENNE	MÉDIANE
Entreprises Bronfman	0,473	0,436
Entreprises indépendantes	0,215	0,025
Écart entre les deux groupes	0,259	0,261
Valeur p pour les écarts[1]	0,0001	0,0001
Valeur p pour le test t pondéré	0,0001	
Nombre d'observations (entreprises-années)	70	70

1 Test t pour les moyennes, test de Wilcoxon pour les médianes.

un indicateur théorique de la situation d'une entreprise qui n'aurait pas de dettes[9], employé par les experts financiers pour déterminer l'ampleur du risque lié à l'activité de l'entreprise, indépendamment de son niveau d'endettement. Même après avoir ainsi fait abstraction de leurs engagements financiers, on constate que les entreprises du groupe Hees-Edper accusent un niveau de risque plus élevé que les firmes indépendantes, ce qui montre que le degré de risque qui les caractérisait n'était pas attribuable seulement à leur niveau d'endettement. Leurs opérations de base semblaient comporter un niveau de risque plus élevé que celles de sociétés indépendantes de taille comparable appartenant aux mêmes secteurs industriels. D'où l'on voit qu'elles présentaient un coefficient de risque plus élevé aussi bien du point de vue de leur exploitation que de leur financement.

Le tableau 1 ne renferme pas d'indicateurs de la performance des entreprises sur les marchés boursiers. Il est difficile d'effectuer une analyse satisfaisante des résultats boursiers d'entreprises telles que celles du groupe Hees-Edper. Celles-ci se caractérisent en effet par une structure compliquée de propriété croisée, assortie de multiples catégories d'actions aux droits de vote variables, y compris certaines détenues à titre privé, de sorte qu'il est difficile de faire appel aux outils dont on se sert habituellement pour évaluer une entreprise et calculer le rendement de ses actions. Nous poursuivons nos recherches dans ce domaine; nous examinons notamment un éventail plus large d'indicateurs de performance, y compris certains établis en fonction de la valeur du marché.

CONCLUSIONS

DANS L'ENSEMBLE, NOS RÉSULTATS APPUIENT LES CONCLUSIONS qui suivent. Premièrement, d'après nos données, les entreprises du groupe Hees-Edper n'affichent pas de résultats nettement supérieurs, en ce qui concerne le rendement moyen de l'actif, à ceux des sociétés indépendantes auxquelles elles sont comparées. On peut en induire que la formule du conglomérat n'a pas amélioré la rentabilité économique globale du groupe en permettant à ses entreprises d'exploiter réciproquement leurs avoirs intangibles et de réaliser de nouvelles synergies. Par exemple, le recours aux méthodes de gestion supérieures élaborées dans une firme pour en revitaliser une autre aurait dû aboutir à une performance plus élevée de cette dernière. On ne saurait donc justifier les politiques gouvernementales visant à encourager directement ou indirectement la formation de conglomérats en invoquant les économies d'échelle ou de densité accrues qui sont censées découler de l'application de ces avoirs ou qui, si elles se réalisent effectivement, sont neutralisées par des facteurs négatifs.

Deuxièmement, nos données ne montrent pas comment la répartition des capitaux au sein du groupe Hees-Edper aurait été supérieure à celles des institutions financières ou des marchés financiers, ou comment les résultats de ses entreprises auraient été meilleurs que ceux des sociétés indépendantes. On est donc en droit de douter des bienfaits économiques qu'est censé procurer une structure de gestion centralisée recouvrant une gamme d'industries non apparentées. Les gestionnaires du groupe n'ont tout simplement pas su conférer aux entreprises Hees-Edper les bienfaits économiques tangibles qu'aurait entraînés une allocation plus efficace du capital. C'est peut-être même le contraire qui s'est produit, en ce sens que la direction de Hees-Edper s'est peut-être servie d'un petit groupe de sociétés très profitables pour soutenir des investissements effectués auparavant dans des firmes dont les résultats n'avaient jamais été mieux que médiocres. L'absence de pressions vigoureuses exercées par les forces du marché aura-t-elle permis à la direction du conglomérat de maintenir systématiquement un engagement irrationnel et obstiné envers des entreprises qui étaient vouées à l'échec ? Il est permis de le penser.

Troisièmement, la direction du groupe Hees-Edper n'a pas fait appel à l'assurance réciproque que permettait la structure de conglomérat pour abaisser le degré de risque global au sein du groupe. Au lieu de cela, elle s'est servie du potentiel de partage des risques du groupe pour accroître les niveaux de risque au-delà de ce que les marchés des titres d'endettement auraient toléré de la part de sociétés indépendantes. Elle y est parvenue en accroissant à la fois le niveau d'endettement financier et, semble-t-il, le degré de risque rattaché à son activité, c'est-à-dire en adoptant des pratiques commerciales plus risquées. Dans la mesure où l'expansion des entreprises canadiennes est entravée par la prudence excessive de leurs cadres dirigeants, on peut penser que les politiques

visant à encourager la formation de conglomérats a pu avoir des effets bénéfiques de ce point de vue.

Mais cette argumentation n'est valable que si les dirigeants des conglomérats se servent de la possibilité de partager les risques au moyen de l'assurance réciproque pour justifier des investissements qui, sans cela, seraient considérés trop spéculatifs. La structure de conglomérat du groupe Hees-Edper a sans doute facilité la prise de décisions plus risquées, mais ces décisions n'auraient peut-être pas été prises si on n'avait pas offert aux cadres dirigeants et aux employés des entreprises du groupe une rémunération basée sur des incitatifs excessifs. Par ailleurs, si la prise de risques avait été fondée sur des critères d'efficacité économique, aux niveaux relativement élevés de risque auraient dû correspondre des taux de rendement plus élevés. On peut donc croire que les régimes de rémunération incitative employés par le groupe ont en fait encouragé la prise de risques excessifs et trop spéculatifs.

Quatrièmement, les entreprises du groupe Hees-Edper avaient des coefficients d'endettement plus élevés que les sociétés indépendantes auxquelles elles étaient comparées, ce qui leur conférait probablement un avantage fiscal. Mais comme cela n'a pas mené à une hausse des profits, les résultats comptables médiocres des entreprises du groupe méritent sans doute un jugement plus dur. Par ailleurs, comme leur endettement plus élevé était accompagné d'une prise de risques plus élevé, il n'était pas nécessaire d'accroître les incitations offertes à leurs cadres dirigeants, comme le propose Jensen (1989). Essentiellement, Jensen maintient que la menace immédiate de faillite favorise une meilleure gestion des entreprises hautement endettées. Dans la mesure où le groupe s'est servi de la capacité d'endettement accrue créée par le partage du risque entre les entreprises qu'il contrôlait pour éviter de verser des impôts, les bienfaits sociaux de cette action sont plus contestables.

INCIDENCES SUR LA POLITIQUE PUBLIQUE

DE QUELLE FAÇON LA POLITIQUE PUBLIQUE PEUT-ELLE ACCENTUER les caractéristiques positives de groupes comme Hees-Edper et atténuer leurs aspects indésirables ? Comme d'autres l'ont signalé (Morck, 1995; Daniels et Halpern, 1995), la présence de marchés des capitaux et des produits dynamiques et ouverts est probablement l'antidote le plus puissant contre la croissance de structures organisationnelles apparemment perverses. Dans un contexte où les marchés exercent une action vigoureuse, la marge de manœuvre dont disposent les gestionnaires pour mettre en place et maintenir des formes d'organisation inefficaces est restreinte. À cet égard, nous croyons qu'une politique visant à assouplir davantage la règle concernant la propriété étrangère, à continuer de libéraliser les entraves au commerce extérieur et à réduire les mesures de protection visant les fournisseurs canadiens sur les marchés des capitaux représenterait un pas en avant bien nécessaire. Nous croyons cependant que d'autres instruments de politique devraient également être mis en place.

Il serait utile d'apporter des réformes nuancées aux règlements touchant les valeurs mobilières en vue de donner aux investisseurs privés la possibilité d'intenter des poursuites contre ceux qui manquent à l'obligation de divulgation, surtout compte tenu des ressources limitées que l'État peut mobiliser à cette fin. Tout aussi utiles seraient des réformes aux règlements concernant la procuration au niveau des sociétés et des titres mobiliers qui entravent la possibilité qu'ont les actionnaires institutionnels de s'exprimer, tels les règlements relatifs aux communications entre actionnaires, qui exigent que ceux-ci assument le coût des circulaires de procuration pour les dissidences en cas de désaccord avec la direction de l'entreprise (Pound, 1991). Ces deux modifications accroîtraient l'aptitude des actionnaires à surveiller et à intervenir au besoin, de sorte qu'on se fierait moins à la supériorité théorique des régimes internes d'allocation des capitaux par rapport aux régimes externes. En outre, les instances de réglementation du gouvernement fédéral devraient reconnaître que l'adoption d'une mesure semblable à celle que prévoit le paragraphe 9.1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (qui force les groupements de sociétés à divulguer les transactions qui se produisent entre elles) pourrait jouer un rôle très important dans la prévention des abus au sein de ces groupes. Un règlement de cette nature devrait être un élément critique de toute législation fédérale en matière de valeurs mobilières si le gouvernement fédéral décide d'affirmer sa compétence dans ce domaine.

Une autre série de réformes relatives aux valeurs mobilières concerne les aberrations du régime fiscal qui, en permettant la déduction des intérêts, privilégient implicitement les instruments de dette par rapport aux actions. En éliminant cette subvention à l'endettement, on supprimerait l'incitation à partager les risques entre les entreprises d'un conglomérat comme le groupe Hees-Edper dans le seul but d'abaisser les impôts à verser sur leurs bénéfices. Cette modification aurait pour effet de rendre moins attrayantes des structures de capital artificielles comme celles qu'on trouve dans les opérations de rachat financées par endettement. Dans l'ensemble, elle aurait aussi pour effet d'abaisser le taux d'impôt général sur les bénéfices des sociétés. S'il est souhaitable de subventionner l'endettement parce que les coefficients d'endettement élevés encouragent la direction de l'entreprise à prendre des décisions plus prudentes, comme le soutient Jensen (1989), il faut néanmoins reconnaître que les conglomérats peuvent contourner cet effet, et le font effectivement. Le partage des risques entre les entreprises composant les groupes de ce genre favorise l'endettement sans pour autant accroître la probabilité de faillite. Aussi, peut-être conviendrait-il de mettre en place un régime d'imposition des dividendes plus vigoureux et d'abaisser les taux d'imposition généraux sur les bénéfices des sociétés.

Enfin, bien qu'il s'agisse là d'un facteur plus difficile à mesurer, nous croyons qu'il conviendrait de modifier le contexte politique dans lequel les sociétés canadiennes évoluent. Il est pour le moins étonnant que les instances de réglementation et les milieux financiers aient prêté si peu d'attention à la

forte concentration de pouvoir économique qui s'est produite au sein du groupe Hees-Edper. Il nous paraît étrange que les organismes de réglementation, les politiciens ou les médias aient assisté sans broncher à cette opération, au cours de laquelle un seul groupe en est venu à contrôler plus de 15 p. 100 des capitaux négociés sur la plus importante place financière du pays. C'est pourquoi il nous semble souhaitable d'examiner de plus près, d'analyser et même de réformer des institutions politiques et économiques capables d'accepter une accumulation de pouvoir économique qui présente des dangers de déstabilisation si évidents. On ne devrait pas, toutefois, invoquer les inquiétudes au sujet de l'équité verticale pour entraver la création d'arrangements organisationnels optimaux. De façon plus particulière, nous craignons que les inquiétudes profondes qui se manifestent à cet égard ne restreignent l'aptitude des actionnaires à mettre au point des régimes de rémunération incitative réalistes et qu'en l'absence de tels régimes, cela n'incite les dirigeants à recourir à la diversification des entreprises pour protéger leurs investissements en capital humain au sein d'entreprises précises. L'expérience du groupe Hees-Edper démontre amplement que les régimes incitatifs solides encouragent la prise de risques. Il serait dommage que ces incitations soient écartées tout simplement pour éviter que les dirigeants compétents ne gagnent trop d'argent.

NOTES

1 On s'inquiétait également, à l'époque, de ce que les conglomérats ne pratiquent des prix sauvages dans un marché en y détournant les bénéfices réalisés dans un autre marché (voir, par exemple, Bradburd, 1980; Greening, 1980). Mais en fait, un tel comportement devrait accroître et non réduire la performance financière relative des conglomérats.

2 *Investment Company Act* de 1940, §3(1)(3), 15 U.S.C. §80a-3(a)(3), 1988. Voir également Roe (1994), page 260.

3 S.R.C. 1985, ch. 1-22.

4 Ces politiques sont examinées de plus près dans Daniels et Halpern, « The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, (à paraître).

5 Contrairement aux États-Unis, le Canada n'a pas de normes de responsabilité civile clairement énoncées en ce qui concerne certains documents de divulgation de renseignements. Par ailleurs, les interdictions relatives aux honoraires conditionnels et aux recours collectifs en justice ont un effet dissuasif sur les personnes privées qui seraient tentées de faire appliquer les

normes légiférées ou de droit commun qui existent à l'heure actuelle en matière de divulgation.

6 Les tribunaux canadiens se montrent de plus en plus disposés, ces dernières années, à invoquer le motif de l'« oppression » pour imposer des responsabilités fiduciaires aux actionnaires majoritaires en faveur des actionnaires minoritaires. Cette tendance, conjuguée à l'adoption, par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, d'une politique concernant les transactions entre entreprises apparentées (politique 9.1 de la CVMO), a contribué à réduire sensiblement les possibilités d'opportunisme de la part des actionnaires majoritaires.

7 *Financial Post*, le 7 août 1990.

8 Les coefficients bêta sont estimés ici à l'aide du modèle de marché $r = \alpha + \beta r_M + e$. L'indice TSE 300 est employé pour représenter le rendement du marché r_M. Une régression distincte est effectuée à l'aide de données quotidiennes pour chaque entreprise au cours des quatre années.

9 Le coefficient β sans endettement d'une entreprise, désigné β_U, est calculé comme suit : $\beta_U = \beta \times$ (le rapport entre la valeur des actions et la valeur de l'actif), ce rapport étant mesuré par l'expression 1 – dette/actif. Ce modèle sous-estime β_U si l'endettement de l'entreprise comporte un degré de risque tel qu'il est affecté d'une prime de risque élevée. Il se peut donc qu'il sous-estime le degré de risque caractérisant certaines entreprises du groupe Bronfman à certains moments.

BIBLIOGRAPHIE

Amihud, Yakov et Baruch Lev, «Risk Reduction as Managerial Motive for Conglomerate Mergers», *Bell Journal of Economics*, vol. 12, nº 2, 1981, p. 605-617.

Aron, Debra J., « Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, nº 1, 1988, p. 72-87.

Baker, George P., « Beatrice : A Study in the Creation and Destruction of Value », *Journal of Finance*, vol. 47, nº 3, 1992, p. 1081-1119.

Benidickson, Jamie, « The Combines Problem in Canadian Legal Thought, 1867-1920 », *University of Toronto Law Journal*, vol. 43, 1993, p. 799.

Berger, Philip et Eli Ofek, « Diversification's Effect on Firm Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 39.

Brenner, Menachen et David H. Downes, « A Critical Evaluation of the Measurement of Conglomerate Performance Using the Capital Asset Pricing Model », *Review of Economics and Statistics*, vol. 61, nº 2, 1979, p. 292-296.

Caves, Richard, *Multinational Firms, Competition and the Productivity in Host Country Markets*, Cambridge University Press, Cambridge, 1982.

Comment, Robert et Gregg Jarrell, « Corporate Focus and Stock Returns », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 67.

Daniels, Ronald et Paul Halpern, « Too Close For Comfort: The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, 1995, (à paraître).

Daniels, Ronald et Jeffrey MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *Osgoode Hall Law Journal*, 1991, p. 884.

Diamond, Douglas, « Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, 1991, p. 689.

Donaldson, Gordon, « Voluntary Restructuring: The Case of General Mills », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, nº 1, 1990, p. 117-141.

Firth, Michael, « Takeovers, Shareholder Returns and the Theory of the Firm », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 94, 1980, p. 235.

Gahlon, James M. et Roger D. Stover, « Diversification, Financial Leverage and Conglomerate Systematic Risk », *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, vol. 14, nº 5, 1979, p. 999-1013.

Jensen, Michael, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 5, 1986, p. 323.

_____, « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 61, nº 5, 1989.

John, Kose et Eli Ofek, « Asset Sales and Increase in Focus », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 105.

Keynes, John Maynard, *The Means to Prosperity*, Macmillan, London, 1933.

Matsusaki, John G., « Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave », *Rand Journal of Economics*, vol. 24, nº 3, 1993, p. 357-379.

Montgomery, Cynthia A. et Birger Wernerfelt, « Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, nº 4, 1988, p. 623-632.

Morck, Randall, « On the Economics of Concentrated Ownership », *Canadian Business Law Journal*, 1995, (à paraître).

Morck, Randall, Andrei Schleifer et Robert Vishny, « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions? », *Journal of Finance*, vol. 45, 1990, p. 31.

Myers, Stewart et Nicholas Majluf, « Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 187.

Panzar, John C. et Robert D. Willig, « Economies of Scope », *American Economic Review*, vol. 71, nº 2, 1981, p. 268-272.

Pound, John, « Proxy Voting and the SEC: Investor Protection Versus Market Efficiency », *Journal of Financial Economics*, vol. 29, 1991, p. 241.

Roe, Mark, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press, Princeton (N.J.), 1994.

Rose, Nancy et Andrea Shepard, « Firm Diversification and C.E.O. Compensation: Managerial Ability on Executive Entrenchment? », document inédit, 1994.

Rugman, Alan, « The Comparative Performance of U.S. and European Multinational Enterprises, 1970-79 », *Management International Review*, vol. 23, nº 2, 1994, p. 4.

Wernerfelt, Birger et Cynthia A. Montgomery, « Tobin's q and the Importance of Focus in Firm Performance », *American Economic Review*, vol. 78, nº 1, 1988, p. 246-250.

Paul Halpern
Faculté de gestion
Université de Toronto

et

Vijay Jog
École d'administration des affaires
Université Carleton

7

Entreprises Bell Canada : Création ou destruction de richesse ?

INTRODUCTION

LE 28 AVRIL 1983, LES ENTREPRISES BELL CANADA INC. (désignées ci-après par BCE) remplaçait Bell Canada en tant que société mère d'un groupe d'entreprises ayant des intérêts dans les domaines des services de télécommunications, de la fabrication de matériel de télécommunications, de l'énergie et de l'impression. À l'époque de la réorganisation, les dirigeants de la nouvelle société de portefeuille avaient déclaré que leur groupe comptait le nombre d'actionnaires le plus élevé de toutes les sociétés canadiennes. Pendant la décennie comprise entre 1983 et 1993, l'ensemble des éléments d'actif de BCE sont passées de 15 à 37 milliards de dollars.

Notre étude a pour objet d'analyser la croissance de BCE, ses orientations stratégiques et sa performance à bien des égards sur le plan de la création de richesse, le tout considéré dans le contexte des coûts d'encadrement et du rôle de la régie d'entreprise. À cette fin, nous décrivons la nature et la taille de BCE, nous évaluons l'efficacité de ses structures de régie interne et nous analysons la possibilité que les problèmes de mandant-mandataire génèrent des coûts d'encadrement liés à l'avoir des actionnaires[1]. Nous examinons aussi le coût d'encadrement lié aux fonds autogérés ou aux encaisses libres, étant donné que le groupe BCE utilise sa structure de conglomérat en tant que marché de capital interne, et nous faisons un relevé des changements au niveau des orientations stratégiques de BCE à partir des rapports annuels de la société. Nous nous penchons ensuite sur les stratégies d'acquisition et de dessaisissement du groupe BCE pendant les 10 années qui ont suivi sa création. Enfin, nous analysons l'évaluation faite de BCE par les intervenants sur le marché en comparant la valeur au marché des actions de BCE à la somme estimative de la valeur au marché des entités qui forment le groupe BCE.

Notre analyse indique que BCE a connu un faible rendement au cours de ses 10 premières années d'existence. Pendant les six premières années, le

groupe a fonctionné à la manière d'un grand conglomérat, en acquérant ou en mettant sur pied des entreprises, dont plusieurs étaient dans des domaines non reliés à ses activités de base. Ces transactions furent financées par l'intermédiaire des flux réguliers de fonds autogénérés provenant de ses activités de télécommunications réglementées. Toutefois, ses nombreuses acquisitions ne semblent pas avoir eu pour effet d'augmenter la valeur de l'avoir des actionnaires. Un changement d'orientation stratégique s'est produit dans la période postérieure à 1989 et il semble que les actionnaires en aient pris conscience. Mais il appert que, même après ce changement d'orientation stratégique, les cadres de BCE ont continué de se considérer comme des gestionnaires d'actifs et non comme des gestionnaires d'entreprises.

Notre analyse nous mène à la conclusion que BCE est une société sous-évaluée qui affiche les caractéristiques classiques liées au problème d'« anti-sélection ». Son rendement passé semble avoir incité les investisseurs à attribuer un escompte élevé aux éléments d'actif sous-jacents, ce qui est attribuable au faible rendement antérieur de ses activités d'acquisition. Il semble aussi que le caractère diversifié de l'entreprise et ses problèmes de mandant-mandataire ont eu des répercussions négatives sur l'évaluation et le rendement de cette société. L'une des façons de solutionner ce problème de sous-évaluation consisterait à réorganiser BCE pour en faire une entreprise mieux ciblée – peut-être en maintenant une autonomie et des rapports minoritaires avec sa filiale réglementée, Bell Canada.

Pourquoi avoir choisi BCE ?

Le groupe BCE offre une occasion unique d'évaluer les effets des coûts d'encadrement et de régie d'entreprise. Il s'agit de la plus grande entreprise au Canada et ses actions sont détenues par un grand nombre de personnes et d'investisseurs institutionnels, tant au pays qu'à l'étranger. La société est bien connue à l'extérieur du Canada et elle est intercotée à la Bourse de New York. De plus, ses structures de régie interne sont compatibles avec le modèle de coût d'encadrement. Le nombre d'actions détenues par des cadres de la société est peu élevé. Bien que plusieurs institutions détiennent des nombres importants d'actions de BCE, aucune d'entre elles n'est représentée au conseil d'administration. Le groupe BCE n'est pas non plus soumis à la discipline du marché des prises de contrôle et ce, pour deux raisons. La première a trait à l'importance de la taille de la société; bien que des transactions (prises de contrôle) d'une valeur plus élevée aient déjà été réalisées aux États-Unis, aucune opération de cet ordre de grandeur possible n'a jamais été complétée au Canada. La deuxième raison tient au fait que des restrictions sur la propriété étrangère s'appliquent aux entreprises de télécommunications canadiennes et celles-ci empêchent une société étrangère d'acquérir une participation importante dans le groupe BCE. De plus, en raison de l'importante capitalisation sur le marché de BCE, les investisseurs institutionnels au Canada, presque par défaut,

doivent détenir des actions de BCE, puisque cette société possède une pondération tellement importante dans l'indice TSE 300.

Enfin, Bell Canada, en tant que service public réglementé et filiale la plus importante de BCE, a historiquement fourni des fonds autogénérés importants et relativement stables au groupe BCE. Tout en exerçant un contrôle sur les dépenses et les investissements de Bell Canada, les responsables de la réglementation n'ont aucun droit de regard sur les décisions de BCE en matière d'exploitation, d'investissement et de financement[2].

Le caractère diversifié du groupe BCE et sa taille par rapport au reste du secteur canadien des sociétés nous incitent à soulever des questions qui ont des répercussions intéressantes sur la façon dont nous concevons la régie d'entreprise. Ces questions se rattachent aux coûts d'encadrement qui résultent des intérêts relativement limités détenus par les cadres de gestion (tout simplement parce que la taille de l'entreprise empêche toute personne de posséder des intérêts importants), le problème des encaisses libres et, en raison de la taille importante du groupe, la tendance au retranchement des cadres[3]. On peut utiliser le secteur des sociétés à capital fermé pour étudier l'incidence du retranchement des cadres, mais il est possible que ces types de sociétés ne se prêtent pas à une analyse des effets des encaisses libres et des coûts d'encadrement attribuables aux intérêts peu élevés détenus par la direction de l'entreprise.

Contexte théorique et données propres au groupe BCE

L'ANALYSE PRÉSENTÉE DANS NOTRE ÉTUDE a comme thème sous-jacent le conflit entre la direction et les actionnaires, c'est-à-dire le problème de mandant-mandataire comme on le désigne souvent. L'ampleur des difficultés que soulèvent les problèmes de mandant-mandataire est liée au contrôle inefficace des cadres de gestion et à l'existence de régimes de rémunération des cadres qui n'ont pas pour effet de réconcilier les intérêts de la haute direction avec ceux des actionnaires. De plus, il est possible que le rôle d'autres types de marchés, comme ceux des prises de contrôle ou des produits, qui contribuent normalement à réduire l'ampleur des problèmes de mandant-mandataire, ne soit pas efficace dans le cas de BCE.

Dans cette étude, nous nous penchons sur plusieurs problèmes de mandant-mandataire. Il y a d'abord la question du coût d'encadrement lié au nombre limité d'actions détenues par la haute direction. Dans ce cas, les gestionnaires s'accordent des gratifications excessives, puisque le coût de ces avantages est beaucoup moins élevé pour eux en raison des intérêts limités qu'ils détiennent dans l'entreprise. Ces excès se manifestent sous la forme non seulement de bureaux somptueux mais aussi d'un faible niveau d'efforts déployés par les cadres de l'entreprise. De plus, les gestionnaires chercheront peut-être à faire grossir l'entreprise afin d'augmenter leur prestige et leur visibilité, leur désir de

laisser derrière eux des signes visibles de leur passage et leur espérance de recevoir une meilleure rémunération, dont le niveau est habituellement lié à la croissance tant des chiffres d'affaires que des éléments d'actif de l'entreprise[4]. En plus d'abus sur le plan des gratifications, une faible participation par les cadres supérieurs au capital-actions de l'entreprise peut résulter en un problème d'antisélection qui exercera des effets négatifs sur le prix des actions. L'hypothèse sous-jacente au problème d'antisélection est la même que celle du cas classique d'Akerlof concernant la prime qui s'applique aux citrons sur le marché des voitures d'occasion. Il s'agit d'une situation selon laquelle des actionnaires potentiels peuvent avoir de la difficulté à déterminer la juste valeur d'une société à cause de leur incapacité d'établir une distinction entre les « bonnes » et les « mauvaises » entreprises; par ailleurs, cette inaptitude peut résulter de la possibilité que certaines entreprises diffusent des renseignements inexacts sur leur performance. Dans ce cas, il est possible que les investisseurs externes exigent une prime de risque plus élevée de toutes les entreprises, ce qui aura pour effet de créer un écart entre les coûts de financement interne et externe.

Le second problème de coût d'encadrement a trait à la valeur des placements des cadres de direction dans l'entreprise. Même si la part des intérêts détenus par les gestionnaires dans l'entreprise peut être faible, la valeur de leur placement peut représenter une proportion élevée de leur richesse personnelle. Comme ces gestionnaires peuvent avoir un portefeuille de placements personnels peu diversifié, il est possible qu'ils écartent des projets rentables mais présentant des risques, étant donné qu'ils seraient touchés plus durement par un échec [du projet] que des actionnaires possédant des titres diversifiés. De plus, ces gestionnaires pourraient être incités à adopter la formule du conglomérat comme structure d'entreprise afin de réduire les risques sur leurs placements.

La présence d'encaisses libres, définies comme étant le montant des fonds autogénérés disponibles une fois qu'on a tenu compte des montants nécessaires pour prendre toutes les décisions d'investissement visant à maximiser la valeur, peut aussi résulter en un coût d'encadrement qui aura pour effet de réduire le prix des actions. Dans ce cas, les cadres utilisent les encaisses libres pour investir dans des projets non rentables qui contribuent à faire grossir l'entreprise, justifiant ainsi une augmentation de leur rémunération, accompagnée d'une extension de leur influence. Ce problème est particulièrement sérieux dans les sociétés où les activités d'exploitation génèrent un flux régulier de fonds autogénérés. La structure de conglomérat peut mener à l'émergence d'un marché du capital interne alimenté par les encaisses provenant des diverses sociétés du groupe, que les gestionnaires peuvent utiliser pour investir dans de nouvelles entreprises. Dans de telles sociétés, les gestionnaires estiment habituellement qu'ils peuvent faire un meilleur usage des encaisses de la compagnie que ne pourraient le faire les actionnaires. À l'intérieur de cette forme organisationnelle, les divisions de l'entreprise partagent

les services d'une direction générale dont les fonctions consistent à répartir les encaisses générées de l'intérieur de la société, à surveiller le rendement des diverses divisions et à s'intéresser à la planification stratégique. Toutefois, la surveillance par les investisseurs des cadres supérieurs qui sont responsables de la prestation de ces fonctions centrales sera rendue difficile, puisque l'entreprise n'a recours que de façon limitée au marché du capital externe. Par conséquent, dans des entreprises qui possèdent certaines caractéristiques – comme une faible participation des cadres supérieurs au capital-actions de la société, une structure organisationnelle sous forme de conglomérat, des encaisses libres et une équipe de gestion retranchée –, le prix des actions sera déprimé en raison de ces coûts d'encadrement et de l'impossibilité de contenir ces coûts par le biais d'un contrôle efficace, d'une surveillance exercée par les intervenants sur le marché externe du capital ou d'une participation croissante des cadres supérieurs au capital-actions de l'entreprise.

Afin de fournir une toile de fond sur le groupe BCE pour l'analyse des problèmes de mandant-mandataire énumérés ci-dessus, nous présentons des données statistiques sur les actions ordinaires de BCE. Comme l'indique le tableau 1, le nombre d'actionnaires total de BCE a diminué au fil du temps, et le nombre moyen d'actions détenues par chaque actionnaire est passé de 740 en 1985 à 1 278 en 1993. Dans une certaine mesure, cette évolution peut être attribuable à l'augmentation du nombre d'actions de BCE détenues par des investisseurs institutionnels. Comme le laissent entendre les auteurs de plusieurs articles (y compris Holderness et Sheehan, 1988), la présence d'investisseurs institutionnels peut contribuer à surmonter le problème d'abstentionnisme causé par le coût de surveillance des individus et servir de moyen efficace pour contrôler les coûts d'encadrement des entreprises[5]. On peut observer une tendance semblable lorsqu'on classifie le nombre d'actionnaires et le nombre moyen d'actions détenues par chaque actionnaire selon qu'il s'agit d'actionnaires canadiens ou étrangers. Un trait saillant qui se dégage de ces données, c'est que le nombre moyen d'actions détenues par chaque actionnaire est plus élevé chez les actionnaires étrangers que parmi les actionnaires canadiens; cette observation est compatible avec le rôle plus important que les investisseurs institutionnels jouent aux États-Unis par rapport au Canada.

Puisque la taille du groupe BCE est extrêmement élevée, il est aussi manifeste qu'un actionnaire type n'est pas en mesure d'imposer une forme quelconque de discipline sur le marché du capital. Si l'on suppose qu'il faut détenir un bloc d'au moins 5 p. 100 des actions pour exercer une influence crédible, cette proportion équivaudrait à la possession d'actions de BCE d'une valeur de 700 millions de dollars en 1993, soit une somme assez considérable pour être hors de portée même de certains des investisseurs institutionnels les plus importants au pays.

À titre d'indicateur de la taille impressionnante du groupe BCE, mentionnons que la valeur au marché du capital-actions de l'entreprise est passée d'environ 10,4 milliards de dollars en 1985 – une somme égale à 9 p. 100 de la

TABLEAU 1

DONNÉES STATISTIQUES SUR LES ACTIONS DE BCE

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Nombre total d'actionnaires	332 440	338 528	318 675	319 202	288 619	277 295	260 747	254 521	241 078
Nombre moyen d'actions détenues	740	783	859	907	1 046	1 101	1 190	1 200	1 278
Nombre d'actionnaires canadiens	325 877	331 623	311 847	312 320	282 008	270 805	255 532	249 431	233 846
Nombre d'actions ordinaires détenues (en milliers)	231 332	250 695	251 986	266 385	269 214	273 734	282 366	280 918	261 937
Nombre moyen d'actions détenues	710	756	808	853	955	1 011	1 105	1 126	1 120
Nombre d'autres actionnaires	6 563	6 905	6 828	6 882	6 611	6 490	5 215	5 090	7 232
Nombre d'actions ordinaires détenues (en milliers)	14 714	14 580	21 881	23 160	32 837	31 676	27 926	24 427	46 224
Nombre moyen d'actions détenues	2 242	2 112	3 205	3 365	4 967	4 881	5 355	4 799	6 392
Nombre d'actions détenues par des Canadiens (en milliers)	231 332	250 695	251 986	266 385	269 214	273 734	282 366	280 918	261 937
Proportions des actions détenues par des Canadiens (%)	94,02	94,50	92,01	92,00	89,13	89,63	91,00	92,00	85,00
Proportion des actions détenues par des étrangers (%)	5,98	5,50	7,99	8,00	10,87	10,37	9,00	8,00	15,00
Pondération moyenne dans le TSE 300 (%)	9,01	7,93	7,21	7,14	7,66	7,97	8,51	6,96	5,42
Valeur au marché des actions (en millions de dollars)	10 365	9 850	10 169	10 786	13 783	12 064	14 779	12 672	14 252

valeur au marché totale des actions comprises dans le TSE 300 – à 14,2 milliards de dollars en 1993, soit 5,42 p. 100 de la valeur du TSE 300. Malgré sa perte de poids relatif dans le TSE 300 entre 1985 et 1993, le groupe BCE possédait la valeur au marché du capital-actions la plus élevée de toutes les entreprises au Canada pour chacune des années de la période illustrée dans le tableau 1.

Comme nous l'avons déjà signalé, la participation de la haute direction au capital-actions d'une société et la surveillance des investisseurs et des membres du conseil d'administration sont des éléments importants des coûts d'encadrement. Dans le tableau 2, nous présentons certaines données qui sont pertinentes à l'existence possible de coûts d'encadrement. Examinons d'abord la taille du conseil d'administration. Le tableau 2 indique que le nombre d'administrateurs est passé de 21 en 1983 à 15 en 1993; la baisse la plus prononcée s'est produite en 1993 au moment où un nouveau PDG est entré en fonction. Aucune théorie ne permet de déterminer la taille optimale d'un conseil d'administration en vue d'assurer une surveillance efficace, mais on peut concevoir intuitivement que, plus la taille du conseil d'administration est élevée, moins il est probable qu'il sera efficace. Cette observation est d'autant plus juste que le nombre d'administrateurs internes est élevé sur le conseil d'administration. Le tableau 2 fait aussi état de l'importance relative des administrateurs internes par rapport aux administrateurs externes. Au cours de la période de l'échantillon, le rapport entre les administrateurs internes et le nombre total d'administrateurs est passé d'un sommet de 0,45 en 1984 à un seuil de 0,26 en 1989 et 1993. Parmi les administrateurs externes, on retrouvait surtout des représentants d'autres sociétés. Il y avait aussi quelques administrateurs qui provenaient de sociétés de placements, d'institutions financières et de cabinets d'avocats. Enfin, on ne comptait aucun administrateur provenant de fonds mutuels ou de caisses de retraite. Cette structure de conseil d'administration n'est pas tellement différente de celle d'autres grandes entreprises canadiennes, ce qui donne à penser que la surveillance exercée par le conseil d'administration n'est pas très serrée.

L'existence et la persistance de problèmes de mandant-mandataire sont influencées par le conseil d'administration et le rôle qu'il remplit sur le plan de la surveillance de la haute direction. Si nous supposons que la nomination de membres du conseil d'administration est recommandée par les cadres supérieurs en place, que les renseignements reçus par les membres du conseil d'administration proviennent des mêmes cadres supérieurs et que les membres du conseil d'administration n'ont que peu ou pas de participation au capital-actions de l'entreprise, on peut alors en déduire qu'il est peu probable que les membres du conseil prennent des mesures visant à obliger les cadres supérieurs à agir dans les meilleurs intérêts des actionnaires. Par conséquent, le conseil d'administration a un rôle crucial à jouer en vue de solutionner les problèmes de mandant-mandataire.

Notre analyse indique que le groupe BCE a suivi la pratique normale de nommer une majorité de membres externes aux divers sous-comités réguliers

TABLEAU 2

STRUCTURE DE RÉGIE D'ENTREPRISE

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Proportion des actions détenues par les administrateurs	0,0014	0,0014	0,0007	0,0008	0,0008	0,0010	0,0011	0,0012	0,0005	0,0005	0,0003
Nombre total d'administrateurs	21	22	19	21	20	20	19	20	20	19	15
Nombre d'administrateurs internes	7	10	7	7	6	6	5	6	7	6	4
Nombre d'administrateurs provenant d'autres socitétés	9	9	9	10	9	10	10	10	9	9	7
Nombre d'autres administrateurs	5	3	3	4	5	4	4	4	4	4	4
Répartition des actions détenues par les administrateurs											
Administrateurs internes	67,80	76,12	51,31	61,20	72,63	86,25	87,03	88,13	70,86	71,99	56,01
Administrateurs provenant d'autres sociétés	30,59	22,62	46,21	36,60	23,27	6,75	6,73	6,66	13,69	13,99	12,69
Cabinets d'avocats	0,81	0,63	1,18	0,94	0,83	0,82	0,85	0,85	1,04	1,18	0,58
Institutions financières	0,68	0,48	0,94	0,95	0,84	0,72	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Sociétés de placements	0,00	0,00	0,00	0,00	2,16	5,26	5,20	4,14	13,77	12,15	29,58
Particuliers	0,12	0,14	0,36	0,31	0,28	0,19	0,19	0,21	0,63	0,69	1,14

du conseil d'administration. Bien que nos données ne touchent pas à cet aspect de la question, les sous-comités des ressources de gestion, de la politique de la caisse de retraite, des immobilisations et de la vérification sont tous constitués en majorité de membres provenant de l'extérieur. Malheureusement, nous ne savons que peu de chose sur le rôle que jouent les membres du conseil d'administration de BCE, notamment celui des membres externes. Il ne s'ensuit pas nécessairement que les conseils d'administration en général (ou celui de BCE en particulier) sont à la merci des cadres de gestion en place; certaines données empiriques indiquent que les conseils d'administration peuvent prendre et prennent à l'occasion des mesures disciplinaires. Toutefois, les preuves empiriques ne sont pas suffisantes pour nous permettre d'isoler une tendance sur le plan de l'intensité et du succès des fonctions de surveillance du conseil d'administration lorsque la haute direction de l'entreprise a un rendement « satisfaisant », sans pour autant se préoccuper de « maximiser la richesse des actionnaires »[6].

L'autre élément des coûts d'encadrement est lié à la proportion des actions détenues par la haute direction. Plus cette proportion est élevée, plus la convergence des intérêts des gestionnaires et des actionnaires sera élevée. Dans leur étude consacrée à un survol de la question, Jensen et Warner (1988) précisent :

> Le fait de posséder des actions peut être une source importante de stimulants pour la haute direction, le conseil d'administration et les détenteurs de blocs d'actions de l'extérieur. La répartition et le nombre d'actions détenues exercent une influence sur le comportement des cadres supérieurs, le rendement de l'entreprise et la façon de voter des actionnaires au moment de votes contestés. De plus, les caractéristiques d'une entreprise peuvent influer sur sa structure de propriété. Les données donnent à penser que, pour certaines sociétés, le nombre d'actions possédées par des détenteurs internes ou externes de blocs d'actions a une importance économique significative. Toutefois, l'incidence précise de la possession d'actions par des gestionnaires, des actionnaires externes et des institutions n'est pas très bien comprise et les rapports entre la propriété, les caractéristiques de la société et le rendement de l'entreprise doivent faire l'objet d'études plus poussées.

Dans le cas de BCE, la proportion des actions détenues par des initiés membres du conseil d'administration varie d'un seuil de 0,0003 p. 100 à un sommet de 0,0014 p. 100 (voir le tableau 2). Il n'est pas étonnant que les proportions soient aussi faibles, compte tenu de la taille de BCE. Bien que nous ne présentions pas de telles données, certains initiés détenaient un nombre élevé d'actions de BCE (au cours de la période de l'échantillon) et possédaient donc des investissements dans l'entreprise dont la valeur était appréciable. L'incidence de la possession d'une valeur élevée d'actions par des initiés est difficile

à évaluer. Si le placement total dans BCE constitue une proportion élevée de la richesse de l'initié, il est logique de penser que celui-ci cherchera à réduire les risques de l'entreprise (diminuant ainsi les risques de son propre portefeuille) en adoptant une attitude ultra-conservatrice sur le plan des décisions du conseil d'administration. Par ailleurs, si la somme investie dans l'entreprise représente une petite proportion de l'ensemble de la richesse du membre du conseil, le danger d'un comportement axé sur la réduction des risques ne sera alors plus aussi important – bien que le problème de mandant-mandataire continuera d'être présent. Étant donné que le groupe BCE a une taille très importante, il est peu probable que des mesures de la part de la haute direction visant à réduire les risques donnent des résultats efficaces puisqu'il faudrait déplacer un volume tellement important d'actifs pour exercer une incidence sur le niveau global des risques de l'entreprise. Toutefois, il est possible de réaliser des modifications importantes sur le plan des actifs et de l'exposition au risque en effectuant des investissements de diversification importants et/ou en vendant certains éléments d'actif. Ce comportement axé sur la réduction des risques peut être un élément déterminant des décisions prises par la haute direction d'une entreprise et peut avoir une incidence sur la valeur de ses actions.

Il est aussi intéressant de souligner les changements observés entre 1983 et 1993 au niveau de la proportion des actions détenues par les membres du conseil d'administration. Pendant les premières années de la période de l'échantillon, il y avait relativement peu d'actions détenues par des membres du conseil d'administration qui pouvaient être véritablement considérés comme étant de l'extérieur, c'est-à-dire qu'ils n'étaient même pas associés à des filiales de BCE. Toutefois, les données sur la répartition de la propriété des actions de BCE indiquent que, pendant les trois dernières années de la période, les membres du conseil d'administration provenant de l'extérieur détenaient un nombre proportionnellement plus élevé d'actions. Néanmoins, il est peu probable que cette situation ne se traduise par des tentatives visant à influencer la haute direction de BCE. Comme nous le verrons plus loin, cette augmentation du nombre d'actions détenues par des non-initiés a coïncidé avec des changements stratégiques importants que BCE a annoncés.

Une autre caractéristique intéressante de BCE est son degré d'immunité un peu plus élevé par rapport à la discipline imposée par le marché des produits. Le groupe BCE a Bell Canada comme entité de base, soit une entreprise de télécommunications réglementée. Même s'il y a maintenant concurrence sur le marché de l'interurbain et que la concurrence sur les marchés locaux n'est plus qu'une question de temps, Bell Canada possède un nom de marque solide et continue d'être une grande entreprise, financièrement solide. Ces caractéristiques font en sorte que, même avec les changements prévus sur le marché, Bell Canada continuera d'être un intervenant important et de générer des encaisses liquides pour la société mère. On ne veut pas dire par là que Bell Canada ne sera pas tenu de restructurer son exploitation afin d'améliorer l'état

de ses encaisses internes. Mais ce qui importe, c'est de déterminer de quelle façon ces encaisses seront utilisées.

Enfin, les contraintes disciplinaires traditionnelles sur les coûts d'encadrement ne s'appliquent pas au cas de BCE. Le marché des prises de contrôle n'a que peu de pertinence puisque l'acquisition d'un bloc de contrôle nécessiterait un investissement tellement considérable dans le cadre d'une offre d'achat publique hostile – une somme qui ne serait probablement pas disponible même dans le contexte actuel de marchés du capital mondialisés[7].

Ce bref survol de BCE indique que l'entreprise a été largement à l'abri des règles du jeu habituelles du marché auxquelles les autres sociétés publiques sont soumises. L'équipe de gestion ne détient qu'une proportion relativement faible des actions de l'entreprise et ce n'est qu'au cours des dernières années que les non-initiés membres du conseil d'administration ont détenu une part relativement plus élevée des actions. Par conséquent, le groupe BCE possède les éléments compatibles avec des coûts d'encadrement élevés du capital. De plus, la structure de société de portefeuille comprenant un grand nombre de filiales a aussi pour effet de créer un coût d'encadrement lié aux encaisses libres.

BCE : CRÉATION ET EXPANSION

APERÇU GÉNÉRAL

C'EST DANS LE CONTEXTE DE LA FORMATION ET DE LA CROISSANCE de l'entreprise qu'un examen de BCE est le plus pertinent et nécessaire. Puisque la réorganisation de BCE en 1983 fut une étape cruciale de sa croissance future (et qu'elle avait été un objectif poursuivi depuis longtemps par la haute direction de Bell Canada), nous avons retenu cette année-là pour faire débuter notre examen.

Avant la réorganisation de 1983, Bell Canada était une société réglementée, assujettie à un examen réglementaire et à l'établissement de tarifs « justes et raisonnables » par les responsables de la réglementation (le CRTC). Pour établir des tarifs raisonnables, le CRTC déterminait un niveau de recettes nécessaires fondé sur les coûts prévus que Bell serait tenu de supporter, majoré d'un taux de rendement permis sur le capital que l'on projetait sur une période appelée « année de référence ». Le montant total des besoins de recettes était ensuite comparé aux projections de recettes calculées à l'aide des taux existants; des taux corrigés étaient ensuite approuvés par le CRTC. L'élément crucial du calcul du taux de rendement permis était une estimation du coût des capitaux propres, qui était appliquée à la valeur comptable du capital-actions de la société consolidée. Le revenu net attendu de Bell Canada était manifestement fonction du taux de rendement permis sur l'avoir propre; le rendement véritable sur les capitaux propres, c'est-à-dire le revenu net, était fonction des recettes effectivement perçues et des coûts supportés par Bell Canada au cours de la période. Puisque, selon ce mode de réglementation, on ne faisait aucune distinction entre les activités réglementées et non réglementées, toutes

les activités de Bell Canada se trouvaient en fait réglementées. Par conséquent, si une filiale comme Northern Telecom faisait une bonne année, ses bénéfices étaient inclus dans le processus réglementaire, contribuant ainsi à réduire les tarifs du téléphone. Si les résultats financiers des autres filiales étaient décevants, cette situation pouvait avoir une incidence négative sur les tarifs téléphoniques. La haute direction de Bell Canada était toujours préoccupée par la question de savoir si les autorités de réglementation allaient traiter ces résultats de façon symétrique. À tout événement, ce contexte réglementaire n'offrait à Bell aucune incitation à s'engager dans la prestation de services concurrentiels rentables ou dans des activités autres que les services téléphoniques.

Les modifications réglementaires relatives à la réorganisation de 1983 furent très importantes pour le groupe BCE, notamment en ce qui a trait à la croissance de ses activités non réglementées. Sauf pour les filiales qui furent considérées comme un élément intégral de la prestation de services de télécommunications, comme l'entreprise chargée de l'impression des annuaires du téléphone, le groupe BCE pouvait désormais mettre sur pied des entreprises et réaliser des investissements sans se préoccuper de la réglementation implicite qui était auparavant la caractéristique du régime réglementaire en vigueur. Cette nouvelle structure comportait donc une incitation à s'engager dans ces activités compétitives. Ce changement fut aussi réalisé par le biais d'une nouvelle définition des éléments d'actif de la société, dont certains étaient réglementés, tandis que d'autres ne l'étaient pas. Un taux de rendement permis s'appliquait aux actifs réglementés, ce qui nécessitait la détermination d'une structure de capital pour les activités réglementées de la société. Ces activités constituaient un sous-ensemble de ce qu'était Bell Canada auparavant.

Avant la réorganisation, Bell Canada incluait tant des filiales à part entière que des entreprises dans lesquelles elle possédait un contrôle majoritaire. Toutefois, la réorganisation comportait une incitation à prendre de l'expansion, que ce soit sous forme d'acquisition de sociétés ou de croissance interne financée à l'aide des importants fonds autogénérés de Bell Canada. Une analyse de la structure de BCE en 1984 indique que le groupe possédait 15 filiales importantes[8]. En 1987, ce nombre était passé à 20, pour atteindre 29 en 1990, 33 en 1992, et redescendre à 26 en 1994. Si l'on tient compte de toutes les sociétés affiliées détenues par ces filiales principales, le nombre de sociétés que la haute direction de BCE contrôlait directement ou indirectement s'établissait à 64 en 1984, 105 en 1987, 198 en 1990, 178 en 1992 et 148 en 1994. Le nombre de filiales et leur multiplication au fil du temps sont des indices révélateurs de la stratégie d'expansion suivie par la haute direction de BCE.

SEGMENTS D'ACTIVITÉS

LE GROUPE BCE INC. OEUVRE DANS DE NOMBREUX DOMAINES connexes ou non à l'industrie des télécommunications. Le tableau 3 présente une ventilation

TABLEAU 3

VENTILATION SECTORIELLE DES RECETTES, DES ACTIFS ET DES BÉNÉFICES DE BCE

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	EN MILLIONS DE DOLLARS										
Recettes											
Télécommunications	5 076	5 541	5 966	6 390	6 758	7 092	8 011	8 468	8 151	8 415	8 614
Fabrication de matériel	3 276	4 359	5 829	6 114	6 471	6 598	7 161	7 851	9 379	10 222	10 550
Autres secteurs	550	715	1 051	1 063	1 092	755	1 509	2 054	964	935	663
Total	8 902	10 615	12 846	13 567	14 321	14 445	16 681	18 373	18 494	19 572	19 827
Actifs											
Télécommunications	10 571	11 213	11 882	12 704	13 830	15 981	17 334	18 326	19 595	21 106	22 079
Fabrication de matériel	2 213	3 356	3 867	3 926	3 849	5 428	5 861	6 229	11 066	11 895	12 608
Autres secteurs	337	423	1 918	3 589	3 815	236	11 797	12 980	(120)	599	851
Investissements	1 183	1 423	1 802	2 190	3 577	3 291	3 640	3 286	0	0	0
Siège social	636	1 072	1 114	1 305	954	645	629	1 166	2 992	2 056	1 170
Total	14 940	17 486	20 583	23 714	26 025	25 581	39 261	41 987	33 652	36 656	36 708
Bénéfices											
Télécommunications	1 436	1 586	1 735	1 843	1 772	1 838	2 035	2 259	2 358	2 495	n.d.
Fabrication de matériel	297	470	581	583	606	250	623	820	1 067	1 178	n.d.
Autres secteurs	77	112	178	197	194	40	76	(3)	146	39	n.d.
Total	1 810	2 167	2 494	2 623	2 572	2 128	2 734	3 076	3 571	3 712	n.d.

TABLEAU 3 (FIN)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	EN POURCENTAGE										
Recettes											
Télécommunications	57,02	52,20	46,44	47,10	47,19	49,10	48,02	46,09	44,07	43,00	43,45
Fabrication de matériel	36,80	41,06	45,38	45,07	45,19	45,68	42,93	42,73	50,71	52,23	53,21
Autres secteurs	6,18	6,74	8,18	7,84	7,63	5,23	9,05	11,18	5,21	4,78	3,34
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Actifs											
Télécommunications	70,76	64,12	57,73	53,57	53,14	62,47	44,15	43,65	58,23	57,58	60,15
Fabrication de matériel	14,81	19,19	18,79	16,56	14,79	21,22	14,93	14,84	32,88	32,45	34,35
Autres secteurs	14,43	16,69	23,49	29,87	32,07	16,31	40,92	41,52	8,89	9,97	5,51
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Bénéfices											
Télécommunications	79,35	73,16	69,57	70,26	68,90	86,37	74,43	73,44	66,03	67,21	n.d.
Fabrication de matériel	16,41	21,67	23,30	22,23	23,56	11,75	22,79	26,76	29,88	31,73	n.d.
Autres secteurs	4,24	5,16	7,14	7,51	7,54	1,88	2,78	0,00	9,00	1,05	n.d.
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,20	100,00	100,00	n.d.

NOTA : n.d. = non disponible.

sectorielle des *recettes*, des *actifs* et des *bénéfices* de BCE selon le segment d'activités[9]. Les deux principaux segments sont liés à l'industrie téléphonique : les télécommunications et la fabrication de matériel de télécommunications. Dans la catégorie des *recettes* et des *bénéfices*, nous présentons un troisième segment, sous la rubrique « autres », qui comprend des activités qui ne sont pas liées aux télécommunications, comme les services financiers et les pipelines, entre autres. La catégorie des *actifs* comprend deux segments supplémentaires, soit les « placements » et le « siège social de la société ». Le premier segment comprend des intérêts dans des actifs financiers et dans des entreprises non liées à l'industrie du téléphone, tandis que le deuxième correspond à la valeur comptable (en dollars) du siège social de BCE.

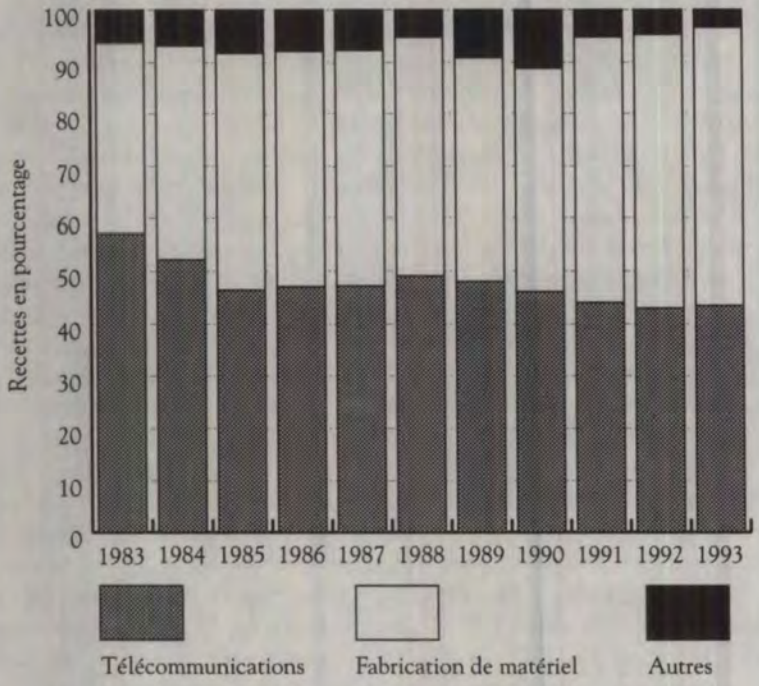
Dans la catégorie des *recettes*, la croissance a pris place dans les deux principaux segments, le rythme d'expansion de la fabrication de matériel ayant été plus rapide que celui des télécommunications. Le segment « autres » a affiché une croissance régulière jusqu'en 1987, un recul en 1987, une nouvelle hausse (pour atteindre un sommet) en 1990, puis une diminution rapide par la suite. Les deux segments principaux de la catégorie des *actifs* ont aussi affiché une expansion au cours de la période, mais le rythme de croissance des télécommunications a été plus rapide que celui de la fabrication de matériel. Les segments « placements » et « autres » dans cette catégorie font état d'une croissance qui s'est poursuivie jusqu'en 1990, après quoi il s'est produit une diminution significative, attribuable au changement de stratégie que nous décrirons ci-après. Le segment « autres » a aussi enregistré une croissance spectaculaire en 1989, suivie d'une autre hausse importante en 1990. Cette tendance est le reflet des placements importants effectués par BCE. La baisse spectaculaire observée à compter de 1991 est attribuable aux changements dans la stratégie d'exploitation dont nous faisons état ci-dessous. Le segment « siège social » a connu une baisse entre 1987 et 1989, une hausse entre 1990 et 1992, et de nouveau une baisse en 1993.

Pour ce qui est des *bénéfices*, que nous définissons comme étant les *bénéfices avant intérêts et impôts*, nous présentons des données pour chacun des trois segments principaux. Les données de 1993 ne sont pas incluses parce qu'elles ne sont pas disponibles sur une base comparable, ce qui rend à peu près impossible toute comparaison avec les années antérieures. Les bénéfices du segment des télécommunications ont continué d'augmenter, reflétant ainsi le caractère stable des activités réglementées. Le segment de la « fabrication de matériel » affiche une évolution plus instable mais, sauf en 1988, sa croissance fut positive au cours de la période qui s'est terminée en 1992[10]. Le segment « autres » a connu une évolution extrêmement instable, non seulement à cause du niveau variable des activités des entités comprises dans cette catégorie mais aussi par suite de la cession et de la fermeture de certaines sociétés.

Nous présentons aux figurent 1, 2 et 3 les répartitions en pourcentage des ventilations qui figurent au tableau 3. Dans la catégorie des *recettes* (figure 1), le segment « autres » intervient pour une très faible proportion du total, tandis

FIGURE 1

RECETTES DE BCE, PAR SECTEUR

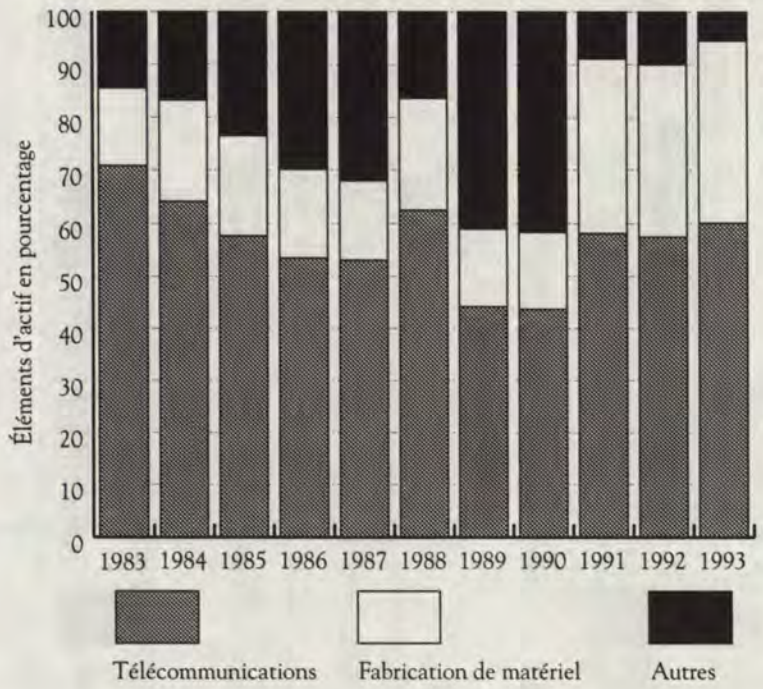


que le segment des « télécommunications » représente une proportion légèrement décroissante au fil du temps. À compter de 1991, la proportion des recettes provenant de la fabrication de matériel a dépassé celle des télécommunications. Aux fins de l'analyse de la catégorie des *actifs* (figure 2), les trois segments ne faisant pas partie des services de télécommunications sont intégrés dans le poste « autres ». Dans la catégorie des *actifs*, le segment des télécommunications continue d'être la composante la plus importante; et le segment « autres » affiche une tendance à la hausse jusqu'en 1990 (avec un léger recul en 1988); à compter de 1991, la proportion est peu élevée. La figure 3 indique clairement que la catégorie des télécommunications a été une source stable de bénéfices pour BCE.

Dans les trois secteurs, les éléments d'actif ont augmenté à un rythme supérieur à celui des recettes et des bénéfices. Le segment de la fabrication de matériel possède maintenant 34 p. 100 des actifs, génère 53 p. 100 des recettes mais ne contribue qu'à 30 p. 100 des bénéfices. Même si les recettes provenant du segment des télécommunications sont passées de 57 p. 100 en

FIGURE 2

ÉLÉMENTS D'ACTIF DE BCE, PAR SECTEUR



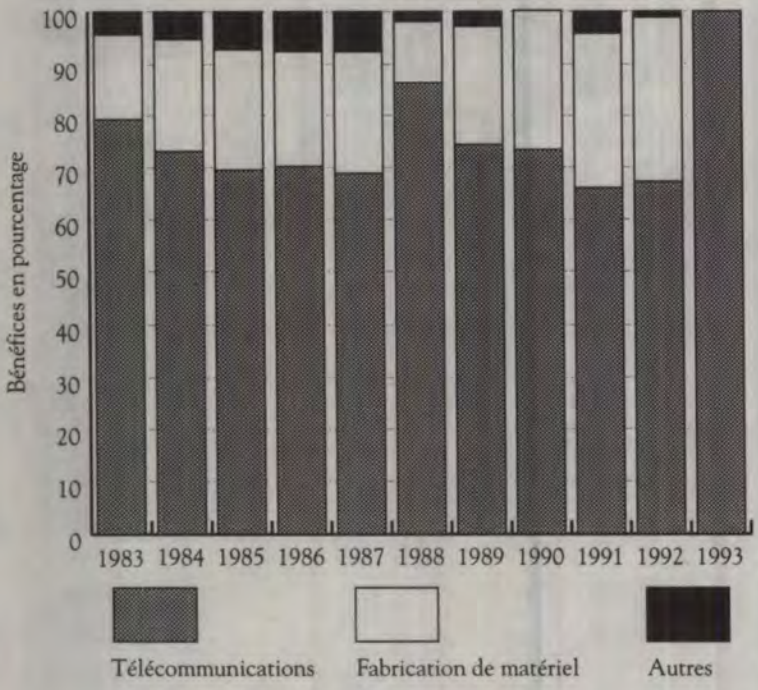
1983 à 43 p. 100 en 1992, ce secteur continue de générer plus des deux tiers des bénéfices. On peut aussi constater que le segment des télécommunications a affiché une performance soutenue puisque ses marges d'exploitation ont atteint une moyenne de 28 p. 100 et que le rendement sur les actifs a été été de l'ordre de 12 p. 100. Par ailleurs, tant le segment « autres » que celui de la fabrication de matériel ont affiché des marges d'exploitation peu élevées et instables. L'incursion de la société dans des activités autres que celles des télécommunications ne s'est manifestement pas accompagnée d'un rendement soutenu et attrayant; le rendement global du groupe BCE a sans aucun doute été soutenu par le côté réglementé de ses activités.

ORIENTATIONS STRATÉGIQUES

ÉTANT DONNÉ LE CARACTERE INÉGAL ET GÉNÉRALEMENT PEU RELUISANT du rendement du secteur d'activités non réglementées de BCE, il convient d'évaluer les changements dans l'orientation stratégique du groupe au cours de la période de

FIGURE 3

BÉNÉFICES DE BCE, PAR SECTEUR



10 ans couverte par notre étude. Il semble que l'évolution de la philosophie stratégique de BCE comprend deux étapes distinctes. La première, qui s'étend de 1983 à 1989 environ, en a été une de diversification et de croissance qui s'est caractérisée par des acquisitions effectuées directement par BCE ou par l'intermédiaire de ses filiales. Cette stratégie est étroitement associée au PDG Jean de Grandpré. La deuxième étape, qui va de 1990 à 1993, se caractérise par le retour de l'entreprise à ses activités de base – avec la vente de ses actifs à l'extérieur du secteur des télécommunications et l'acquisition d'éléments d'actif connexes à l'industrie des télécommunications tant au Canada qu'à l'étranger. Pendant la deuxième étape, la croissance a été réalisée tant par l'acquisition de participations majoritaires que par des placements comportant une participation minoritaire. Il s'agit manifestement dans ce dernier cas de placements de portefeuille et, à cet égard, le groupe ne s'est pas écarté de sa philosophie de société de portefeuille qu'il avait adoptée pendant la première étape. Pendant les deux étapes (périodes), les activités de télécommunications réglementées au Canada ont été une source importante de fonds autogénérés pour la société.

Première étape – Les années de diversification

L'étape de diversification de BCE a débuté en 1983 avec l'acquisition de TransCanada Pipeline (TCPL) dont le financement fut assuré au moyen des capitaux internes disponibles. Dans le rapport annuel de 1983, on soulignait que :

> BCE évitera de faire des investissements importants dans de nouvelles entreprises ayant des caractéristiques financières fondamentalement différentes de celles des entreprises actuelles du groupe – par exemple, les compagnies dont le bénéfice connaît de fortes fluctuations au cours d'un cycle économique.

et

> TCPL représente un placement intéressant en raison de la croissance et de la stabilité de ses revenus et de son actif.

Au sujet des sources de financement pendant l'étape d'acquisition, le rapport contenait les précisions suivantes :

> BCE possède de vastes ressources en capital – qui iront en augmentant – et elle continuera d'étudier les possibilités de placement et de diversification, directement ou par l'intermédiaire de ses filiales.

La stratégie de diversification de BCE s'est poursuivie en 1984 avec l'achat de plusieurs actifs immobiliers importants. La stratégie de diversification fut décrite en ces termes dans le rapport annuel :

> L'un des aspects importants des activités de gestion de BCE est de favoriser la pénétration de nouveaux secteurs qui ne cadrent pas nécessairement avec les projets, l'expérience ou les ressources d'une compagnie particulière du groupe.

L'importance du segment des télécommunications dans la structure de BCE fut renforcée en 1986, au moment où une baisse sévère des prix de l'énergie, conjuguée à un affaissement de certaines parties du marché immobilier, a eu une incidence négative sur les bénéfices de BCE. Comme on le mentionnait dans le rapport annuel, l'incidence négative de certaines de ces conditions sur certains placements de BCE fut plus que compensée par une forte croissance des autres activités de la société, notamment dans le secteur des télécommunications. La société étendait aussi ses activités de diversification à d'autres marchés. Comme on le soulignait dans le rapport annuel, la sécurité offerte par la diversité des participations de la compagnie dans diverses industries était désormais pleinement renforcée par la sécurité supplémentaire que comportaient des marchés diversifiés pour les produits et les services de la société. En 1986, la

compagnie lançait une émission d'actions d'une valeur de 300 millions de dollars, dont une somme de 200 millions de dollars fut utilisée pour maintenir la valeur en pourcentage de sa participation à la société BCE Development Corporation, qui était responsable des activités immobilières de BCE.

En 1988, tout en confirmant sa stratégie de diversification, la haute direction de la compagnie faisait état d'un changement à sa politique antérieure qui consistait de façon générale à détenir un bloc important de votes dans les sociétés dans lesquelles BCE possédait des intérêts.

> Les transactions effectuées à cette époque démontraient en effet une attitude plus souple à l'égard du contrôle dans des situations où la haute direction de BCE avait fortement confiance dans la compétence des gestionnaires et dans la solidité fondamentale des perspectives commerciales de ces sociétés.

Enfin, en 1989, on a commencé à s'interroger ouvertement sur la stratégie générale de la compagnie. Cette année-là, la société faisait son entrée dans le secteur des services financiers commerciaux avec l'acquisition du Montréal Trust Co. auprès de la Corporation Financière Power. Des extraits du rapport annuel de 1989 font état de ces questions et du début d'un virage dans l'orientation stratégique de BCE.

> Nous nous sommes aussi demandé à nouveau quel type d'entreprises cadre le mieux avec les stratégies de la Société et comment nos différents placements devraient s'harmoniser les uns avec les autres.
>
> Et nous avons l'intention de maintenir nos investissements dans ce secteur. Nous avons par ailleurs fait notre entrée dans le domaine des services financiers et nous nous attendons à ce que ce secteur prenne de l'expansion au cours des années à venir. De plus, BCE conservera certains autres investissements à long terme, notamment dans le transport du gaz naturel, mais elle n'hésitera pas à examiner de nouveau ses autres avoirs et à les modifier, si les circonstances l'exigent.
>
> Compte tenu des événements de 1989 – c'est-à-dire des résultats désastreux d'une filiale, BCDE, qui ont eu pour effet d'annuler l'apport au bénéfice net consolidé de BCE de plusieurs compagnies performantes – il se peut que certains actionnaires remettent en question la notion même d'une société de portefeuille diversifiée ou qu'ils gardent une certaine nostalgie de l'époque où les choses étaient plus simples.
>
> Les placements de BCE hors du secteur des télécommunications doivent répondre au critère de la compatibilité financière. Les services financiers

et le transport du gaz naturel, bien que différents de notre activité clé, les télécommunications, répondent à ce critère de l'entreprise.

Nous présentons au tableau 4 une liste des principales acquisitions qui ont été réalisées au cours de cette période de diversification. Pendant cette période (la première étape, comme nous l'avons désignée plus tôt), la haute direction concevait que son rôle consistait à gérer des actifs et non des entreprises. Dans le rapport annuel de 1987, on précisait que :

TABLEAU 4

ACQUISITIONS DE BCE, 1983-1989

ENTREPRISE	DATE DU COMMUNIQUÉ	
TransCanada Pipelines	Le 5 décembre 1983	Bell fait l'acquisition de 5,3 millions d'actions auprès de Dome d'une valeur de 168 millions de dollars. Elle fait une offre publique d'achat pour toutes les actions en circulation au prix de 31,50 $ par action; valeur approximative de 670 millions de dollars – prime de 8,34 p. 100.
Esso Bank Note	Le 21 septembre 1984	Offre de 0,85 action de Bell pour 2,6 millions d'actions. Valeur approximative de 71 millions de dollars – prime de 27 p. 100.
Daon Development Corporation	Le 21 janvier 1985	Première incursion dans l'immobilier. Valeur approximative de 160 millions de dollars. Offre publique d'achat pour toutes les actions en circulation à 3 $ – prime de 13,33 p. 100.
Encor	Le 16 novembre 1987	TCPL fait part d'une offre d'achat d'Encor à 8,75 $ par action afin d'élargir sa base dans le secteur du pétrole et du gaz. Valeur approximative de 980 millions de dollars.
Kinburn	Le 9 février 1988	BCE accorde un prêt de 190 millions de dollars à Kinburn.
NorthwestTel	Le 29 août 1988	Verse au CNR une somme de 200 millions pour la totalité des actions de NorthwestTel, qui détient un monopole dans le nord de la Colombie-Britannique, au Yukon et dans les Territoires du Nord-Ouest.
Montréal Trust Inc.	Le 8 mars 1989	Offre d'une valeur de 875 millions de dollars en espèces et en actions. Acquisition faite auprès de la Corporation Financière Power. Prime de 4,38 $ par action, 2,5 fois la valeur comptable.
Encor	Le 5 janvier 1989	TCPL propose de céder Encor à BCE afin de se procurer des liquidités et de réduire son endettement. TCPL obtient 570 millions de dollars en espèces pour réduire sa dette.

La croissance de l'actif est une mesure particulièrement appropriée de la performance de BCE, puisque le rôle de la direction de BCE consiste surtout à gérer des actifs plutôt que des entreprises.
Pour améliorer sa performance, BCE dispose de cinq grands moyens de gestion de l'actif.

1. Acquisition
2. Démantèlement
3. Regroupement d'entreprises existantes
4. Création de sociétés exploitantes entièrement nouvelles
5. Offre au public de titres d'entreprises du groupe.

La direction de BCE a l'intention d'utiliser tous les moyens à sa disposition pour réaliser son objectif ultime, qui est d'accroître la valeur de la compagnie au profit de ses actionnaires.

L'accent mis sur la croissance de l'actif est compatible avec les coûts d'encadrement liés aux capitaux propres et aux encaisses libres par opposition à la maximisation de l'avoir des actionnaires par l'intermédiaire d'une exploitation efficace des sociétés.

Deuxième étape – Retour aux activités de base

En 1990, un nouveau PDG a succédé à Jean de Grandpré; il s'agissait de Raymond Cyr, qui a amorcé un processus visant à recentrer les activités de BCE. La société a mis l'accent sur le secteur des télécommunications tant au Canada qu'à l'étranger, où l'on percevait de nombreuses possibilités de croissance. Il en est résulté une amélioration significative des résultats financiers de la compagnie. De plus, la société a réduit ses intérêts dans les entreprises Encor et TCPL, et elle a fait part de son intention de se dessaisir du reste de ses actifs dans le secteur de l'énergie à la fin de 1992. Le groupe BCE a aussi amorti la valeur des prêts consentis à la société Kinburn, en plus de rayer BCDE du bilan. Toutefois, dans le cadre d'un plan d'aide à BCDE, la compagnie a investi 250 millions de dollars dans une coentreprise avec Carena Developments, qui a agi à titre de gestionnaire de la tentative sauvetage. On trouvera aux tableaux 5A et 5B les principales acquisitions et cessions faites pendant ces années. Cette tendance s'est poursuivie en 1991.

Dans l'avenir immédiat, BCE a pour stratégie de continuer à mieux cerner ses domaines d'exploitation, en vendant les intérêts qu'elle possède à l'extérieur de son pôle principal d'activités et en améliorant sa rentabilité. Dans une perspective à plus long terme, la compagnie entend étendre son rôle sur le marché international, en cherchant à devenir un puissant concurrent à l'échelle mondiale.

La dernière année du mandat de Raymond Cyr à titre de PDG fut marquée par une continuation de cette tendance vers un retour aux activités de base de BCE. Comme on peut le lire dans le rapport annuel, le groupe BCE s'est dessaisi

cette année-là, d'actifs d'une valeur de 1,1 milliard de dollars non reliés à son pôle principal d'activités.

BCE a pour objectif majeur de continuer à améliorer son bénéfice en axant ses activités sur les télécommunications, en affirmant sa capacité

TABLEAU 5A

ACQUISITIONS DE BCE, 1990-1993

ENTREPRISE	DATE DU COMMUNIQUÉ	
BF Realty	Le 24 janvier 1990	Élément d'actifs remis à BF Realty avec un prêt de 500 millions de dollars de BCE et Carena.
Kinburn/ SHL Systemhouse	Le 17 avril 1990	BCE met la main sur 5,1 millions d'actions de SHL dans le cadre d'une convention de prêt avec Kinburn. Kinburn n'est pas en mesure de remettre 350 millions de dollars sur un prêt de 400 millions de dollars.
Telemax	Le 27 septembre 1990	Offre conjointe d'achat de 20,4 p. 100 des services téléphoniques gouvernementaux du Mexique. Valeur approximative de 400 millions de dollars.
SHL Systemhouse	Le 3 février 1992	Partenariat stratégique avec SHL, émission de 32,5 millions d'actions à 12,75 $, valeur de 414 millions de dollars.
SHL Systemhouse	Le 10 juin 1992	L'entente stratégique s'effondre.
Mercury Communications	Le 11 novembre 1992	Placement dans une société britannique de câblodistribution évalué à 960 millions de dollars. Donne à BCE un intérêt de 20 p. 100.
Talisman	Le 10 mars 1993	Échange d'actions de la société Encor pour des actions de Talisman. BCE détient 19 p. 100 des actions de Talisman évaluées à 234 millions de dollars. Placement considéré comme étant plus liquide.
Talisman/ Encor	Le 15 avril 1993	Offre d'actions majorée de 17,7 millions de dollars.
Jones Interchangeable	Le 2 décembre 1993	Participation de 30 p. 100 dans une société américaine de câblodistribution, évaluée à 330 millions de dollars. BCE Telecom International verse aussi 55 millions de dollars pour l'option d'acquérir le contrôle et investit aussi 100 millions de dollars pour un programme d'expansion.

TABLEAU 5B

CESSIONS DE BCE, 1989-1993

ENTREPRISE	DATE DU COMMUNIQUÉ	
BCED	Le 27 juin 1989	O&Y offre d'acheter BCED pour une somme de 557 millions de dollars.
BCED	Le 11 août 1989	L'offre de O&Y échoue. Les analystes estiment que O&Y a retiré son offre.
BCED	Le 24 janvier 1990	Liquidation de BCED. Radiation de 610 millions de dollars par BCED. Radiation de 400 millions de dollars par BCE pour son intérêt dans BCED.
Encor	Le 27 juin 1990	Vente de 48,9 p. 100 de la société Encor dans une émission d'actions. Transaction d'une valeur de 100 millions de dollars. 7 $ pour trois actions et deux bons de souscription. Les actions s'échangent à 2 $.
TransCanada Pipelines	Le 10 septembre 1990	Émission de bons de souscription afin de vendre une participation de 48,9 p. 100 dans TCPL pour environ 1,3 milliard de dollars. Bénéfice après impôt de 119 millions de dollars.
Kinburn	Le 24 octobre 1990	BCE procède à la radiation d'une somme de 24 millions de dollars par suite du défaut de remboursement d'un prêt.
Montréal Trust Co.	Le 2 décembre 1993	Vendu à la Banque de Nouvelle-Écosse pour une somme de 290 millions de dollars et une radiation d'actifs de 400 millions de dollars. Certains analystes estiment que le prix est de 100 millions de dollars inférieur à ce que l'on prévoyait.
BF Reality et Brookfield	Le 2 décembre 1993	Vendu à Carena Development Corp. – radiation d'une somme de 350 millions de dollars.

de livrer concurrence au Canada et en étendant sa présence sur la scène internationale au moyen d'alliances, de coentreprises et de placements.

Par conséquent, la compagnie a continué de faire des acquisitions pendant cette période, y compris l'achat d'un intérêt de 20 p. 100 dans la société Mercury Communications Limited, un fournisseur britannique de services de télécommunications, et l'acquisition d'un intérêt majoritaire dans une entreprise de télécommunications et de câblodistribution établie au Royaume-Uni. L'accent mis sur la scène internationale a aussi eu des répercussions dans le secteur des annuaires téléphoniques, avec l'acquisition de la Caribbean Publishing Company et la mise sur pied d'une coentreprise pour la publication d'annuaires aux Indes.

En 1993, un nouveau PDG prenait la relève et le recentrage de BCE sur ses activités de base s'est poursuivie, tant à l'échelle nationale qu'internationale. La société a complété son processus de cession d'actifs hors du secteur des télécommunications, elle a acquis des intérêts minoritaires dans des entreprises étrangères et elle a participé à la création de plusieurs coentreprises. Le rapport annuel de 1993 soulignait que BCE entendait continuer à investir dans des marchés de télécommunications en croissance rapide au Canada et à l'étranger.

Toutefois, en dépit du recentrage de BCE sur ses activités de base, la haute direction a continué de percevoir son rôle comme étant celui d'un gestionnaire d'actifs. Tout en ayant une perception positive du démembrement des activités de diversification, les actionnaires ne doivent pas donner leur aval au maintien de la philosophie de gestion d'actifs et du modèle de la société de portefeuille. Les actionnaires de BCE n'ont pas besoin de BCE pour effectuer des placements partiels dans des sociétés inscrites à la bourse; s'ils désirent réaliser de tels placements, ils peuvent le faire eux-mêmes.

ÉVALUATION DES STRATÉGIES D'EXPLOITATION

ACQUISITIONS, CESSIONS ET RADIATIONS

AFIN DE DÉTERMINER LES ACQUISITIONS ET LES CESSIONS PRINCIPALES pour lesquelles la valeur des transactions a été rendue publique, nous avons consulté les relevés du *Financial Post* et les rapports annuels de BCE, en ne tenant compte que des acquisitions de BCE et non de celles faites par ses filiales en propriété exclusive comme Bell Canada ou par des entreprises dans lesquelles BCE possédait un intérêt partiel comme Northern Telecom. On observe un grand nombre d'acquisitions et de cessions chaque année, dont certaines peuvent être relativement petites sur une base individuelle mais importantes au total, selon que BCE procède à des acquisitions ou à des ventes nettes pendant une période donnée. De plus, il y a des transactions pour lesquelles la valeur monétaire n'est pas disponible. Les sommes investies dans d'autres sociétés et filiales peuvent dont être appréciables. En outre, les dépenses en immobilisations de BCE atteignent des sommes très élevées. Un examen des états consolidés révèle que les dépenses en immobilisations entre 1987 et 1993 n'ont jamais été inférieures à 3,2 milliards de dollars par année. Sauf en 1991 et en 1992, la valeur des acquisitions a été en général élevée à chaque année (entre 1,0 et 1,9 milliard de dollars par année). Enfin, les ventes de placements ont débuté en 1990 et elles ont fluctué entre 400 millions et 1,3 milliards de dollars. Dans le cadre de notre analyse, nous ne tenons compte que des transactions dont la valeur dépassait 200 millions de dollars.

Le tableau 6 et les figures 4 et 5 présentent un aperçu de ces acquisitions et cessions majeures et ces transactions sont exprimées en dollars courants ainsi qu'en dollars de 1994. Le tableau 6 donne aussi un aperçu de la réaction des

TABLEAU 6

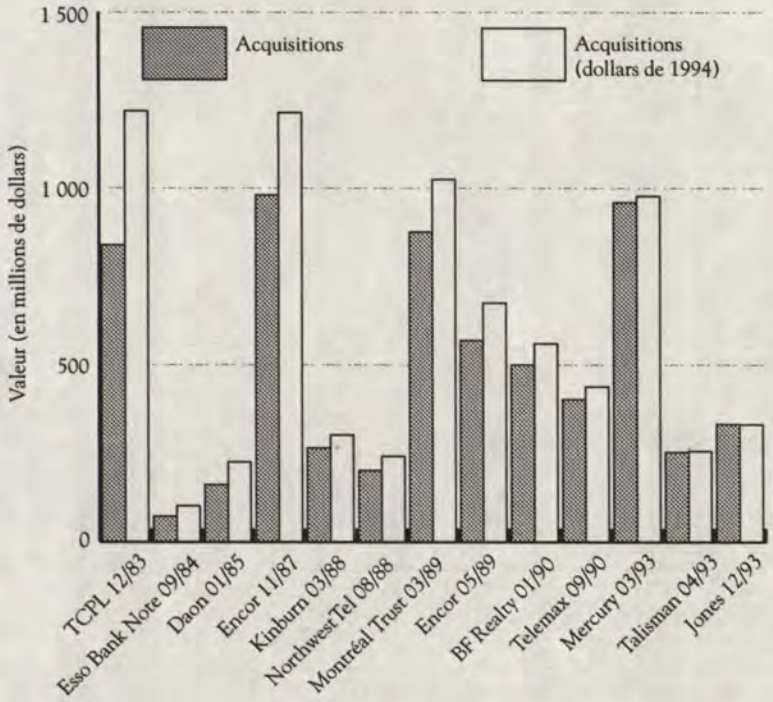
ACQUISITIONS ET CESSIONS
(EN MILLIONS DE DOLLARS)

	DATE	VALEUR INITIALE ($)	VALEUR EN 1994 ($)	RAC (-5, +5)	TEST-T
ACQUISITIONS					
TCPL	5 décembre 1980	838,00	1 218,14	-0,0376	-2,27
Esso Bank Note	21 septembre 1984	71,00	100,38	-0,0121	-1,19
Daon	21 janvier 1985	160,00	223,39	0,0661	6,51
Encor	16 novembre 1987	980,00	1 213,76	-0,0075	-0,82
Kinburn	2 février 1988	263,00	299,30	0,0290	1,79
NorthwestTel	29 août 1988	200,00	240,01	0,0032	0,32
Montréal Trust	8 mars 1989	875,00	1 024,60	-0,0044	-0,43
Encor	5 janvier 1990	570,00	675,19	-0,0055	0,52
BF Realty	24 janvier 1990	500,00	561,30	-0,0493	-6,86
Telemax	27 septembre 1990	400,00	436,94	-0,0078	-0,99
Mercury	11 mars 1993	960,00	977,88	0,0072	0,86
Talisman	10 avril 1993	251,70	254,04	0,0092	1,06
Jones	2 décembre 1993	330,00	329,26	0,0097	1,17
CESSIONS					
BCED	24 janvier 1990	400,00	449,04	-0,0493	-6,86
Encor	27 juin 1990	100,00	112,26	-0,0166	-2,34
TCPL	10 septembre 1990	1 300,00	1 420,05	-0,0032	-0,43
Kinburn	24 octobre 1993	224,00	242,67	0,0670	7,84
Montréal Trust	2 décembre 1993	290,00	289,35	0,0097	1,17
Montréal Trust Co.	2 décembre 1993	400,00	399,10	0,0097	1,17
BF Realty	2 décembre 1993	350,00	349,21	0,0097	1,17

marchés financiers à l'annonce de ces transactions, en se fondant sur les variations des prix des actions de BCE. Le premier ensemble de transactions a trait à l'acquisition et à la vente par la suite de TCPL. C'est au mois de décembre 1983 que s'est faite la première d'une série de transactions par laquelle BCE a acquis une part importante des actions de TCPL; en 1987, l'investissement de BCE dans TCPL atteignait environ 1 milliard de dollars. En 1987, TCPL faisait

FIGURE 4

ACQUISITIONS DE BCE, 1983-1993

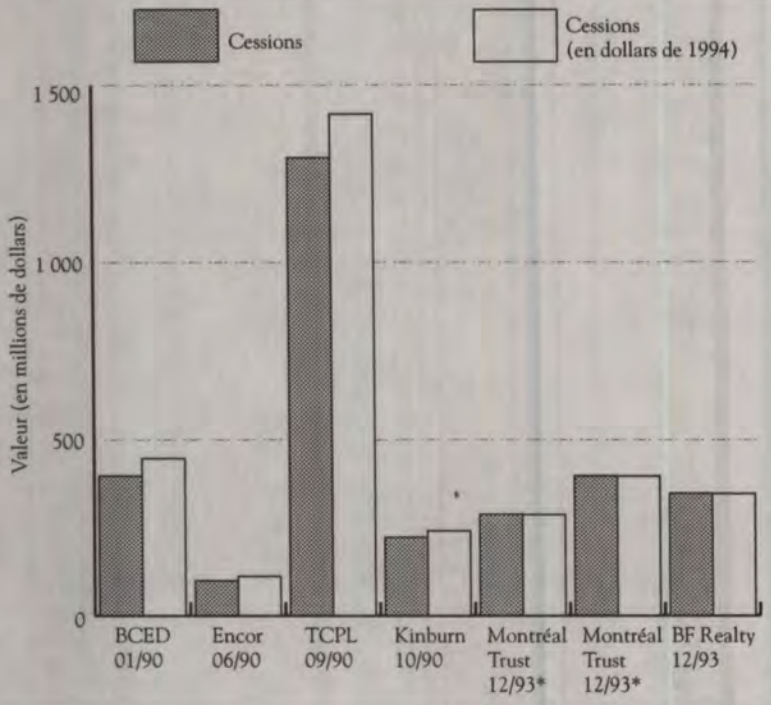


NOTA : Les acquisitions réalisées avant août 1989 futent faites par le PDG Granpré. Entre août 1989 et avril 1993, Cyr était le PDG. Soulignons aussi que la société Encor fut d'abord acquise par TCPL, puis transférée à BCE.

l'acquisition de la société Encor et, en 1989, dans le cadre d'une réorganisation, tous les actifs de TCPL dans le domaine du pétrole et du gaz furent regroupés au sein de Encor Inc., une société nouvellement créée dans laquelle BCE a reçu un bloc d'actions. De plus, BCE a fait l'acquisition d'actions privilégiées de la société Encor d'une valeur de 227 millions de dollars, qui étaient convertibles en actions ordinaires. À compter de 1990, BCE a commencé à vendre les actifs de TCPL et Encor; en 1993, la totalité des actions de TCPL avaient été vendues pour une valeur totale d'environ 1,3 milliard de dollars. En 1993, des actions de la société Encor furent vendues à Talisman en échange d'actions de Talisman d'une valeur de 275 millions de dollars. La

FIGURE 5

CESSIONS DE BCE, 1990-1993



NOTA : *La vente de Montréal Trust s'est faite en deux étapes.

vente d'actions de la société Encor a rapporté à BCE une somme d'environ 100 millions de dollars en 1990. Le coût total de la transaction mettant en cause TCPL et Talisman a atteint une valeur d'environ 1,2 milliard de dollars. Le groupe BCE a reçu une somme de près de 1,6 milliard de dollars au cours des 10 années pendant lesquelles la société a détenu des actions de ces entreprises. La transaction totale fut nominalement profitable pour BCE.

La seconde série de transactions, qui est liée à l'incursion de BCE dans le domaine de l'immobilier, ne fut pas aussi profitable. En 1985, BCE faisait l'acquisition d'environ 69 p. 100 des actions de Daon à un coût de près de 160 millions de dollars. Le marché de l'immobilier est par la suite devenu très déprimé et, entre le milieu et la fin de 1989, Olympia et York faisait une offre d'achat de Daon, mais l'affaire a échoué. Au début de 1990, BCE a réévalué à la baisse son placement dans Daon, dont le nom fut modifié pour devenir BCED. BCE a ensuite mis sur pied une coentreprise en collaboration avec Carena; l'entente confiait à Carena le soin de gérer les actifs de BCED. BCE a aussi convenu de faire une avance de fonds de 250 millions de dollars à

l'entreprise conjointe. Le marché de l'immobilier n'a toutefois pas connu de reprise et, en 1994, BCE vendait ses intérêts dans BCED, rebaptisée BF Realty, à Carena en échange d'une entente en vertu de laquelle Carena devait fournir un appui financier à une filiale de BF Realty, afin de permettre à cette filiale de compléter une restructuration. Ces acquisitions et ces cessions furent très coûteuses pour BCE, sans compter qu'elles ont contribué à mettre en doute l'aptitude de la haute direction du groupe à rentabiliser une stratégie de diversification fondée sur une structure de société de portefeuille.

La troisième série de transactions avait aussi pour objet une opération de diversification, cette fois-ci dans le secteur des services financiers, avec l'acquisition du Montréal Trust auprès de Power Corporation pour une somme de 875 millions de dollars sous forme d'actions et d'espèces. Cette transaction fut conclue en 1989. En décembre 1993, BCE décidait de vendre Montréal Trust à la Banque de Nouvelle-Écosse en échange d'actions (de la banque) d'une valeur approximative de 290 millions de dollars. BCE a imputé une perte de 400 millions de dollars sur son placement dans Montréal Trust.

En 1988, la compagnie vendait ses intérêts dans certaines filiales à Kinburn en échange de billets d'une valeur approximative de 190 millions de dollars. En 1990, Kinburn ne fut pas en mesure de respecter les modalités de remboursement du prêt. BCE a ensuite rayé les prêts de son bilan, en plus de saisir un total de 5,1 millions d'actions de SHL Systemhouse aux termes d'une clause restrictive du contrat de prêt de Kinburn. BCE avait détenu auparavant un intérêt mineur dans la société SHL. Au début de 1993, BCE vendait ses actions de SHL, mais les conditions de la vente ne furent pas dévoilées. BCE avait déjà tenté auparavant de vendre son intérêt dans SHL.

Pendant cette période, BCE a continué d'acquérir des entreprises dans le domaine des télécommunications. En 1988, la société faisait l'acquisition de NorthwestTel pour une somme de 200 millions de dollars. Parmi les efforts de diversification à l'échelle internationale figurent l'acquisition d'actions de Telemax, le réseau de téléphone du gouvernement mexicain, d'une valeur de près de 400 millions de dollars, l'achat d'un intérêt équivalant à 20 p. 100 du capital-actions de Mercury Communications, une entreprise britannique de télédistribution, à un coût d'environ 1 milliard de dollars et l'acquisition d'un intérêt de 30 p. 100 du capital-actions de Jones Intercable, un câblodistributeur américain, pour une somme évaluée à près de 330 millions de dollars.

Rendements anormaux suivant la parution de communiqués

Afin de déterminer les réactions des investisseurs à l'annonce d'acquisitions ou de ventes d'intérêts par BCE, nous avons évalué les rendements anormaux cumulatifs (RAC) et la valeur correspondante du test *t* au cours d'une période de 11 jours, centrée sur la date de parution des communiqués. Nous ne présentons pas ici les résultats de cette analyse des RAC, mais la plupart des réactions

observées à l'égard du programme d'acquisitions et de cessions de BCE se sont révélées d'importance mineure et statistiquement non significatives[11]. Cette absence de réaction des actionnaires de BCE face au programme d'acquisitions et de cessions de BCE n'a rien d'étonnant et ce, pour deux raisons. Premièrement, même si certaines transactions peuvent être élevées en valeur absolue, elles demeurent tout de même d'importance limitée par rapport à la taille de BCE, rendant ainsi difficiles à déceler les réactions possibles des intervenants sur le marché. Deuxièmement, les radiations d'actifs ne devraient pas se traduire par des rendements anormaux puisqu'il ne s'agit pas d'un poste influant sur les flux de trésorerie de la société et que ces radiations sont provoquées par des réalités économiques qui devraient déjà être reflétées dans les prix des actions de BCE. Une variation importante des prix des actions ne se produirait que si les radiations d'actifs constituaient de nouveaux renseignements pour les intervenants sur le marché. Par exemple, les transactions mettant en cause BF Realty et BCED en janvier 1990 pouvaient être reliées au retrait de l'offre faite par Olympia et York et à la création d'une coentreprise, ce qui pouvait signifier que les pertes allaient se maintenir. Mais aucune réaction statistiquement significative n'a pu être observée sur le marché.

Même en l'absence de réactions statistiquement significatives, l'une des caractéristiques remarquables de ces périodes d'acquisitions et de cessions d'actifs par BCE, c'est que, dans la plupart des cas, ces acquisitions se sont traduites par des destructions significatives de richesse pour les actionnaires de BCE. Sauf pour le gain nominal réalisé lors de la vente de TCPL, les investissements de BCE dans l'immobilier, l'énergie, les services financiers et les domaines de l'intégration des logiciels se sont tous soldés par des pertes. Son portefeuille actuel d'acquisitions est relativement nouveau, de sorte qu'il est encore trop tôt pour déterminer si ces acquisitions permettront d'augmenter l'avoir des actionnaires. De plus, en se fondant sur la réaction des marchés des valeurs à l'annonce de ces acquisitions, les investisseurs ne les ont pas perçues comme une source d'augmentation de la richesse.

BCE détient des intérêts minoritaires dans Mercury Communications et Jones Intercable et l'incidence de ces investissements sur les flux de trésorerie de BCE sera fonction d'activités et de décisions prises par les gestionnaires de ces sociétés sur lesquelles la direction de BCE n'a aucune influence. Comme il s'agit de simples placements de portefeuille, il ne faut pas s'étonner que ces transactions s'accompagnent de rendements anormaux dénués de signification statistique[12].

ÉVOLUTION DES RENDEMENTS DE LA SOCIÉTÉ

UNE DIMENSION IMPORTANTE DE LA PERFORMANCE DE BCE tient à l'incidence des décisions de la direction en matière d'exploitation, de financement et de placement sur les actionnaires de l'entreprise. La figure 6 illustre l'indice de la richesse cumulative fondé sur les rendements mensuels de BCE et l'indice du

FIGURE 6

INDICE DE RICHESSE CUMULATIVE, BCE ET TSE 300

TSE 300 pour la période allant de 1983 à 1994. Les rendements excédentaires cumulatifs présentés à la figure 7 sont calculés en se servant du taux sans risque, ainsi que du modèle de marché unitaire au cours de la même période[13]. La figure 6 indique que le rendement des actions de BCE a surpassé celui du TSE 300, notamment dans la période débutant en 1990, période qui coïncide avec le changement de stratégie générale de BCE. Un examen de la figure 7 nous permet de tirer des conclusions semblables, comme l'indiquent les rendements excédentaires cumulatifs de valeur positive observés pendant la dernière période. Entre 1985 et 1990, la richesse excédentaire cumulative a connu une baisse. Ce résultat est compatible avec des rendements excédentaires presque continuellement négatifs, ce qui signifie que, pendant cette période, les rendements corrigés en fonction des risques ont été négatifs pour les actionnaires de BCE. Les rendements excédentaires cumulatifs ne sont pas encore revenus au niveau relatif qu'ils avaient atteint pendant les premières années d'existence de BCE.

FIGURE 7

RENDEMENT EXCÉDENTAIRE CUMULATIF DE BCE

NOTA : CRW est calculé en fonction de $R_i - Rf$.
CRW* est calculé à l'aide du modèle de marché classique.
Octobre 1987 est omis dans les deux cas.

Le fait de considérer BCE comme un portefeuille de placements nous permet d'envisager les effets de richesse des placements effectués par la direction de BCE sous un autre angle. Le rendement excédentaire d'un portefeuille au cours d'une période d'investissement devrait nous donner un autre indice du succès des placements faits par BCE. Nous employons l'indice de rendement de Jensen pour déterminer les gains ou les pertes de richesse. Il s'agit de la valeur calculée de la coordonnée à l'origine d'une régression entre le rendement mensuel excédentaire et les capitaux propres de BCE par rapport au rendement excédentaire de l'indice TSE 300. Par définition, le rendement excédentaire est le taux de rendement sur les capitaux propres pour le mois *t*, moins le rendement mensuel correspondant sur un bon du Trésor du gouvernement canadien.

TABLEAU 7

RÉGRESSIONS DE JENSEN

PÉRIODE	ALPHA	TEST -T
1983-1985	0,01076	0,24
1984-1986	0,00044	0,01
1985-1987	-0,00245	-0,08
1986-1988	-0,00494	-0,18
1987-1989	0,00076	0,03
1988-1990	-0,00046	-0,02
1989-1991	0,00292	0,10
1990-1992	0,00363	0,13
1991-1993	0,00165	0,06
1983-1989	0,00076	0,02
1990-1993	0,00024	0,01

Nous présentons au tableau 7 les valeurs de la coordonnée à l'origine et du test *t* des régressions pour diverses périodes de temps. Nous considérons d'abord l'incidence des activités de diversification sur le rendement de la compagnie. Si nous examinons la période allant de 1983 à 1989, au cours de laquelle toutes les activités de diversification ont pris place, nous constatons que la valeur de l'indice de Jensen était très faible (0,076 p. 100) et non significativement différent de zéro. Que pouvons-nous dire de la période débutant en 1990, qui a marqué l'adoption d'une nouvelle stratégie visant à recentrer les activités et à revenir à la vocation de base en mettant l'accent sur les services de télécommunications ? L'indice de Jensen pour cette période s'établit à 0,24 p. 100 et, de nouveau, sa valeur n'est pas significative. Ce résultat est probablement attribuable au fait que, pendant cette période, la présence de la société Montréal Trust dans le portefeuille de BCE a continué de se faire sentir, jusqu'à ce qu'elle soit vendue à la fin de 1993. Le faible rendement de cette filiale a vraisemblablement influé sur le rendement de l'ensemble du groupe BCE. Par conséquent, il est peut-être encore trop tôt pour tenter d'évaluer l'incidence de la nouvelle stratégie. Si l'on retient les quatre périodes de trois ans sans chevauchement à compter de 1983 pour évaluer le rendement de BCE, on peut aussi constater qu'aucune des coordonnées à l'origine n'a une valeur statistiquement significative et que les valeurs de l'indice de Jensen sont peu élevées. Il est manifeste que, d'après le rendement global de la compagnie pendant cette période, BCE n'a pas accru la richesse de ses actionnaires, dans un contexte où l'on tient compte des risques.

VALEUR DE BCE

L'ESCOMPTE DE LA SOCIÉTÉ DE PORTEFEUILLE

UNE AUTRE FAÇON D'ISOLER LES EFFETS des coûts d'encadrement possibles liés aux encaisses libres et à une participation restreinte de la haute direction au capital-actions de l'entreprise sur la création de valeur dans le contexte d'une société de portefeuille consiste à comparer la valeur au marché des actions de BCE à la somme des valeurs au marché de ses entités constituantes. Si la valeur au marché des actions de l'entité globale est inférieure à la somme des valeurs au marché de ses constituantes, on pourrait conclure que ce résultat est compatible avec la présence de coûts d'encadrement et avec ce qu'on désigne souvent comme étant l'« escompte de la société de portefeuille ». De façon générale, trois éléments peuvent exercer une incidence sur les prix des actions de BCE.

- Des possibilités de croissance créées tant par la direction des entreprises individuelles à l'intérieur de la structure de BCE que par l'aptitude de la direction de BCE à exploiter ou à acquérir des filiales rentables ou à faire des placements de portefeuille.

- L'incidence négative des coûts d'encadrement.

- Un effet négatif attribuable à l'« escompte de la société de portefeuille ».

On compare souvent l'escompte de la société de portefeuille à celui des fonds de placements à capital fixe; en effet, ces fonds de placements ont habituellement une valeur au marché inférieure à la valeur nette des actifs qu'ils détiennent. Le niveau de l'escompte est variable et, à l'occasion, les fonds à capital fixe commandent une prime par rapport à la valeur nette de leurs actifs. Comme on l'a déjà souligné, la direction de BCE ne participe pas à la gestion des sociétés individuelles; elle s'emploie plutôt à gérer les actifs de la société globale et à investir les fonds autogénérés provenant des entités constituantes. L'analogie avec les fonds de placements à capital fixe tient dans la mesure où les actionnaires considèrent que la direction de BCE est chargée de gérer les actifs des entreprises individuelles comme s'il s'agissait d'un placement de portefeuille.

L'effet des occasions de croissance et la présence de coûts d'encadrement peuvent-ils coexister ? Si les deux éléments peuvent coexister, il importe de considérer le résultat net. Par exemple, au niveau du groupe BCE (c'est-à-dire, de la société de portefeuille), la notion de coût d'encadrement suppose que la haute direction s'accorde de multiples gratifications et que ses décisions en

matière de placements ne sont pas nécessairement optimales. Les tenants de la théorie des encaisses libres supposent que les investissements dans des activités de diversification ou dans d'autres domaines seront excessifs et dépasseront le niveau optimal. Par conséquent, même si certains investissements ne satisfont pas à la règle de la valeur actualisée nette et offrent des bénéfices supérieurs à la normale, l'utilisation possible d'encaisses libres pour financer des placements n'assurant pas une maximisation de la valeur et l'anticipation par les agents du marché de ce genre de comportement à l'avenir exerceront des effets négatifs sur la valeur au marché des actions de l'entreprise. Dans de telles circonstances, le résultat ultime pourrait avoir une incidence négative sur les prix des actions.

L'escompte de la société de portefeuille est-il un élément qui a une incidence distincte sur les coûts d'encadrement ? Il est difficile d'expliquer la perception qu'un fonds de placements à capital fixe – dont le rôle consiste à solliciter des participations au capital-actions et à acquérir un ensemble de titres – soit l'objet d'une perte de richesse. Le fait que plusieurs de ces fonds n'aient pas été transformés en des entités à capital variable, même si ce changement aurait contribué à augmenter la richesse des investisseurs, indique soit que la valeur au marché du fonds ne reflète pas sa valeur véritable (si l'on procédait à une vente des titres sous-jacents) ou qu'il pourrait y avoir des contraintes à remplacer les gestionnaires en place. Dans ce dernier cas, la situation pourrait être attribuable au fait que la haute direction est difficile à déloger et qu'elle prend des décisions qui ont pour effet soit de réduire la richesse en s'accordant des gratifications excessives ou de ne pas investir les encaisses générées par les titres de façon optimale. Barclay et ses collaborateurs (1993) ont conclu que plus le bloc de titres détenu par les membres de la haute direction (ou leurs collaborateurs) dans un fonds à capital fixe est élevé, plus les escomptes sur la valeur nette des actifs tendent à être élevés. Ils ont observé que l'escompte moyen au cours de leur période d'échantillonnage était de 15 p. 100 pour des fonds de placements en actions à capital fixe dont des blocs étaient détenus par les cadres supérieurs et de 8,2 p. 100 dans les cas où les cadres supérieurs ne détenaient aucun bloc. Ils n'ont tenu compte que de blocs qui n'avaient pas été accumulés aux fins de l'ouverture du fonds.

Notre recherche visant à trouver des fonds canadiens de placements à capital fixe équivalents a donné des résultats décevants. Nous n'avons pu trouver qu'un seul fonds à capital fixe, que l'on peut véritablement définir comme un fonds, qui comprenait surtout des actions ordinaires canadiennes. En 1993, ce fonds affichait un escompte de 17 p. 100[14].

Barclay et ses collaborateurs (1993) attribuent cet escompte à un coût d'encadrement fondé sur les avantages qu'obtiennent les gestionnaires de ces fonds qui, en détenant des blocs importants, peuvent se retrancher dans leur poste et recevoir des bénéfices privés. Ces bénéfices comprennent la perception de frais de gestion, de frais pour l'achat de travaux de recherche, de frais de courtage sur les transactions de titres, l'acquisition de services de sociétés

affiliées et l'embauche de parents et d'amis[15]. Dans le contexte d'une société de portefeuille, l'escompte, s'il existe, peut être lié aux coûts d'encadrement que nous avons déterminés. Comme on l'a mentionné auparavant, une société de portefeuille peut compter sur un marché du capital interne qui est alimenté par des fonds autogénérés; dans la mesure où ces encaisses sont stables, la société est en mesure d'émettre des obligations pour financer ses activités. Libérée ainsi des contraintes attribuables à la surveillance exercées par les intervenants du marché des actions, la haute direction peut entreprendre des activités de diversification qui mènent à une réduction de valeur de la société. Toutefois, on ne dispose pas d'études qui se penchent sur une évaluation de l'importance de l'escompte lié à une société de portefeuille et sur la mesure dans laquelle la valeur de l'escompte varie au fil du temps. Bien que nous estimions que l'escompte de la société de portefeuille soit une véritable manifestation du problème des coûts d'encadrement, nous l'incluons dans notre analyse sous forme de variable distincte.

L'ÉVALUATION DES FILIALES ET L'ESCOMPTE

L'ÉVALUATION DES FILIALES INDIVIDUELLES DE BCE et la comparaison de leur valeur globale à celle de BCE dans son ensemble ne sont pas des tâches faciles à accomplir pour plusieurs raisons. Afin de situer cette question difficile dans son véritable contexte, soulignons que la structure de BCE inclut un grand nombre d'entreprises, y compris des filiales à part entière, des filiales dans lesquelles BCE possède une participation majoritaire, ainsi que des placements de portefeuille tant au Canada qu'à l'étranger. Par exemple, on dénombrait 142 filiales en 1993, dont 94 étaient détenues à plus de 90 p. 100 par BCE, 20 étaient détenues en majorité par BCE et 28 étaient des placements de portefeuille. Ces données se comparent à un nombre total de 73 filiales en 1983, dont 46 étaient des filiales à part entière, 7 étaient détenues en majorité par BCE et 20 étaient des placements de portefeuille[16].

De plus, tant les actifs que les recettes de ces filiales et de ces placements de portefeuille ont fluctué considérablement puisqu'ils ont été influencés par les acquisitions et les cessions de BCE. Les actifs ont augmenté de façon spectaculaire en 1989 par suite de l'achat du Montréal Trust et ils ont diminué en 1993 au moment de la vente de cette entreprise. Avant 1988, les actifs détenus en totalité par BCE, en proportion de l'ensemble des éléments d'actif de télécommunications et autres, ont fluctué entre 3 et 11 p. 100 du total des actifs de BCE. Entre 1989 et 1992, la proportion s'est accrue pour passer à 42 p. 100, atteignant un maximum de 47 p. 100 en 1992. Le ratio a diminué à environ 18 p. 100 en 1993, par suite des cessions importantes effectuées cette année-là. Bien que les filiales à part entière détenues par BCE dans le secteur non financier aient généré des recettes d'environ 1 milliard de dollars et que leurs actifs se chiffrent maintenant à environ 4 milliards de dollars, les bénéfices qu'elles ont rapportés ont été minimes ou négatifs.

BCE possède aussi des intérêts considérables dans des filiales à part entière. La taille de certaines de ces filiales est en fait plus élevée que celle de plusieurs entreprises canadiennes de dimension moyenne. Par exemple, les recettes de Télé-Direct ont atteint 497 millions de dollars en 1993 et cette société employait 2 700 personnes dans ses établissements à l'échelle mondiale. BCE détient aussi de nombreux intérêts minoritaires, entre autres, dans Jones Intercable, Mercury Communications, Encor et Vidéotron.

Afin d'estimer la valeur des composantes de BCE, nous avons regroupé les filiales et les placements de portefeuille dans trois catégories principales – Bell Canada, les filiales dont les actions s'échangent sur les marchés boursiers au Canada et toutes les autres filiales à part entière. Puisque Bell Canada est une filiale à part entière, l'estimation de sa valeur doit être fondée sur un examen d'entreprises comparables sur le plan des risques. Puisque les entreprises de la deuxième catégorie ont des actions émises dans le public, la valeur au marché de ce groupe de sociétés est égale au prix par action de ces filiales multiplié par le nombre d'actions de chacune des sociétés que BCE détient. Nous présentons au tableau 8 la liste de ces filiales, ainsi que les intérêts détenus par BCE et des estimations de leur valeur au marché. Sauf pour Bell Canada, nous n'avons aucune des filiales à part entière qui figurent dans la troisième catégorie, mais nous avons supposé au départ que leur valeur était égale à zéro. Toutefois, étant donné le rendement peu reluisant des activités de diversification que nous avons décrites jusqu'ici, il est possible que les filiales à part entière aient eu une influence négative sur la valeur des actions de BCE ou que les intervenants du marché, du fait qu'ils ne possédaient que des renseignements fragmentaires sur ces filiales, aient attribué un escompte à la valeur implicite des filiales dont les actions n'étaient pas échangées sur le marché public[17]. La démarche consiste donc à comparer la valeur globale de BCE d'après les prix de ses actions sur le marché à la valeur estimative des deux premières catégories de filiales, en attribuant une valeur nulle à toutes les autres filiales détenues à part entière, sauf Bell Canada. Puisque la valeur des filiales dont les actions sont échangées sur le marché public et que le nombre d'actions détenues par BCE sont déjà connus, le défi principal consiste donc à estimer la valeur de Bell Canada.

Afin de calculer la valeur implicite de Bell Canada, nous avons déterminé un ensemble de sociétés comparables qui œuvrent dans le même domaine d'activités que Bell Canada, bien qu'elles soient sans aucun doute de taille plus restreinte. L'introduction récente de la concurrence sur le marché de l'interurbain a eu une influence sur toutes les sociétés, mais l'incidence n'a pas été la même pour toutes, puisque l'importance des services interurbains par rapport aux services locaux varie d'une société à l'autre. Dans le premier cas, l'incidence peut se traduire par un taux d'escompte moins élevé, si la taille est inversement proportionnelle au risque; dans le second cas, l'effet se traduit par un risque plus élevé et donc, un taux d'escompte plus élevé. Il est difficile de déterminer dans quelle mesure ces deux éléments influent sur la valeur de Bell Canada; nous avons donc supposé qu'ils se contrebalançaient.

TABLEAU 8

FILIALES DE BCE DONT LES ACTIONS S'ÉCHANGENT SUR LE MARCHÉ PUBLIC

	PROPORTION DÉTENUE PAR BCE							
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
BCE Development Co.	–	–	67,9	65,8	67,0	67,0	67,0	67,0
BCE Mobile Communications	–	–	–	–	–	80,6	73,0	69,7
BF Realty Holdings								
BruncorTelephone Co.	–	–	30,7	31,2	31,0	31,2	31,2	31,4
Encor	–	–	–	–	–	–	48,9	67,0
Maritime Telegraph	32,5	31,4	31,4	32,0	32,5	33,1	33,7	33,8
Memotech Data	–	–	–	–	–	31,6	30,8	31,5
New Brunswick Telephone Co.	32,5	31,3	–	–	–	–	–	–
Newfoundland Telephone Co.	54,4	53,3	–	–	–	–	–	–
NewTel Enterprises	–	–	53,4	54,2	54,9	55,5	56,0	55,7
Northern Telecom	51,9	51,9	52,0	52,3	52,5	52,8	53,1	53,1
Quebecor Inc.	–	–	–	–	–	21,2	21,2	21,6
TransCanada PipeLines	42,3	47,2	47,8	48,5	49,3	49,1	48,9	24,4

Nous présentons au tableau 9 les ratios calculés pour cinq entreprises de télécommunications – BC Telecom, Bruncor, Maritime Tel & Tel, Newtel Enterprises et Telus. Pour chacune de ces sociétés, nous avons calculé les trois ratios suivants pour les années 1985 à 1993 : valeur au marché des actions par rapport aux bénéfices, valeur au marché des actions par rapport aux recettes, valeur au marché des actions par rapport aux actifs. L'application du ratio fondé sur la moyenne de ces sociétés (en excluant certains cas extrêmes attribuables à des radiations et à des circonstances très inusitées) à la variable financière pertinente de Bell Canada pour chacune des années comprises entre 1985 et 1993, nous obtenons trois estimations de la valeur implicite de Bell Canada. Ces valeurs figurent au bas du tableau 9. La valeur implicite de Bell Canada pour une année donnée est égale à la moyenne des trois valeurs calculées pour Bell Canada, en se servant des divers ratios d'évaluation.

Le tableau 10 contient les valeurs implicites des actions de Bell Canada, de celles des filiales dont les actions sont négociées sur le marché public, ainsi que la somme de ces deux valeurs pour les années 1985 à 1993. Cette somme

TABLEAU 8 (FIN)

PART DES FILIALES DÉTENUE PAR BCE VALEUR AU MARCHÉ
(EN MILLIONS DE DOLLARS)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
BCE Development Co.	–	–	236	271	252	345	135	14
BCE Mobile Communications	–	–	–	–	–	1 002	1 493	832
BF Realty Holdings								
BruncorTelephone Co	–	–	102	100	102	104	105	108
Encor	–	–	–	–	–	0	234	187
Maritime Telegraph	73	90	101	108	114	123	163	164
Memotech Data	–	–	–	–	–	112	115	93
New Brunswick Telephone Co.	74	80	–	–	–	–	–	–
Newfoundland Telephone Co.	73	76	–	–	–	–	–	–
NewTel Enterprises	–	–	93	94	100	108	136	127
Northern Telecom	2 864	2 702	2 950	2 679	2 747	2 502	3 444	4 197
Quebecor Inc.	–	–	–	–	–	66	49	51
TransCanada PipeLines	595	968	1 008	980	999	1 107	1 269	640
Total	3 680	3 916	4 489	4 231	4 313	5 467	7 143	6 414
Valeur au marché de BCE (en millions)	7 204	8 289	10 365	9 850	10 169	10 786	13 783	12 084
Proportion de la valeur au marché de BCE	51,08	47,24	43,31	42,95	42,41	50,69	51,82	53,08

représente la valeur implicite de BCE, en supposant que les filiales à part entière dont les actions ne sont pas négociées sur le marché public ont une valeur nulle. Les données correspondantes de la valeur au marché des actions de BCE figurent à la colonne 5 du tableau. Afin de déterminer si la valeur au marché est supérieure ou inférieure à la valeur implicite, nous avons calculé l'escompte qui, par définition, est égal à la différence entre la valeur au marché et la valeur implicite, exprimée tant en dollars qu'en pourcentage de la valeur implicite. Comme le tableau l'indique, l'escompte en dollars est toujours négatif et varie d'un seuil de 675 millions de dollars en 1985 à un sommet de 6,09 milliards en 1992. L'escompte en pourcentage était à son plus bas niveau à 6 p. 100 en 1985 et à son plus haut niveau à 32 p. 100 en 1992. La valeur du taux d'escompte en 1993 était de 25 p. 100.

TABLEAU 9

ESTIMATION DES VALEURS AU MARCHÉ IMPLICITES DE BELL CANADA, 1985-1993

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
	RAPPORT ENTRE LA VALEUR AU MARCHÉ ET LES BÉNÉFICES								
BC Telecom	10,20	10,10	8,66	8,88	10,50	10,50	12,40	10,7	13,60
Bruncor	12,50	10,90	10,40	10,50	61,80	10,90	11,00	11,2	55,80
Maritime Tel	9,59	10,50	9,08	8,98	10	8,65	9,90	9,25	11,50
Newtel Enterprises	9,86	9,79	9,51	9,50	9,51	11,40	11,70	10,10	12,50
Telus Corporation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	25,4	11,90	10,20	12,30
Moyenne	10,50	10,30	9,42	9,46	10,00	10,4	11,40	10,30	12,50
	RAPPORT ENTRE LA VALEUR AU MARCHÉ ET LE CHIFFRE D'AFFAIRES								
BC Telecom	0,95	0,98	0,88	0,87	1,11	1,10	1,29	1,08	1,32
Bruncor	1,38	1,27	1,21	1,14	1,07	1,02	1,07	1,20	1,42
Maritime Tel	1,05	1,02	0,99	0,98	1,08	1,00	1,11	1,09	1,26
Newtel Enterprises	1,27	1,16	1,1	1,04	0,95	0,88	1,10	1,10	1,34
Telus Corporation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,52	1,76	1,52	1,76
Moyenne	1,16	1,11	1,04	1,01	1,05	1,11	1,27	1,2	1,42
	RAPPORT ENTRE LA VALEUR AU MARCHÉ ET LES ACTIFS								
BC Telecom	0,39	0,42	0,42	0,44	0,54	0,57	0,67	0,56	0,71
Bruncor	0,60	0,55	0,54	0,49	0,46	0,42	0,43	0,48	0,58
Maritime Tel	0,47	0,45	0,43	0,41	0,43	0,4	0,45	0,43	0,48
Newtel Enterprises	0,55	0,48	0,47	0,33	0,39	0,35	0,44	0,43	0,55
Telus Corporation	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,58	0,72	0,57	0,69
Moyenne	0,50	0,47	0,46	0,42	0,45	0,46	0,54	0,49	0,60

L'une des explications possibles à l'existence de cet escompte, c'est évidemment que la valeur de Bell Canada a été calculée incorrectement et qu'elle est trop élevée. En supposant que ce soit le cas, nous calculons l'erreur d'estimation nécessaire pour que les valeurs au marché implicites et observées de BCE soient égales. Dans la dernière colonne du tableau 10, la surestimation

TABLEAU 9 (FIN)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
VALEURS DE BELL CANADA (EN MILLIONS DE DOLLARS)									
Recettes d'exploitation	5 769	6 255	6 378	6 624	7 273	7 655	7 729	7 863	7 957
Revenu net après postes extraordinaires	652	711	731	793	875	966	986	1 006	871
Total des actifs	11 941	12 693	13 508	14 512	15 699	16 605	17 163	18 414	18 945
VALEURS IMPLICITES DE BELL CANADA FONDÉES SUR :									
Rapport entre la valeur au marché et les bénéfices	6 868	7 346	6 886	7 502	8 758	10 007	11 213	10 352	10 869
Rapport entre la valeur au marché et le chiffre d'affaires	6 712	6 930	6 651	6 669	7 650	8 465	9 787	9 414	11 305
Rapport entre la valeur au marché et les actifs	6 024	6 024	6 274	6 065	7 125	7 695	9 267	9 090	11 364
Moyenne	6 535	6 776	6 603	6 745	7 844	8 722	10 089	9 619	11 179

de la valeur implicite de Bell Canada est exprimée en pourcentage de la valeur implicite. Pour assurer une égalité, la valeur au marché implicite de Bell devrait être réduite d'environ 43 p. 100 en 1993 et de 64 p. 100 en 1992; le taux le plus faible est 10 p. 100 en 1985. Il est possible que nous ayons surestimé la valeur de Bell, mais il est peu probable que les écarts soient aussi importants que ceux nécessaires pour assurer une égalité entre les deux valeurs. De plus, nous avons supposé que la valeur des filiales détenues à part entière était nulle, ce qui n'est manifestement pas le cas. En 1993, les recettes de ces filiales étaient d'environ 800 millions de dollars et leurs actifs étaient évalués à 4 milliards de dollars. Notre postulat a donc pour effet de réduire la valeur implicite de BCE; le résultat de la comparaison entre les valeurs au marché implicites et les valeurs observées devrait faire état d'une prime, non d'un escompte.

Contrairement aux indices qui permettent de croire à une amélioration de la performance en matière de création de richesse que nous avons mentionnés dans la section précédente, les résultats de nos calculs indiquent que l'escompte s'est accru au fil du temps. Cette tendance est peut-être en partie attribuable à notre sous-estimation de la valeur de Bell Canada. Toutefois, soulignons que, dans le tableau 10, nous n'avons attribué absolument aucune valeur aux filiales à part entière de BCE. Si ces filiales possèdent une valeur quelconque, notre analyse ferait alors état d'un escompte sur les actions de BCE encore plus élevé

TABLEAU 10

ESTIMATION DE LA VALEUR AU MARCHÉ ET DE L'ESCOMPTE IMPLICITES DE BCE (EN MILLIONS DE DOLLARS)

ANNÉE	VALEUR ESTIMATIVE DE BELL	VALEUR DES FILIALES DONT LES ACTIONS S'ÉCHANGENT SUR LE MARCHÉ	VALEUR AU MARCHÉ IMPLICITE DE BCE	VALEUR AU MARCHÉ OBSERVÉE DE BCE	ESCOMPTE (VALEUR OBSERVÉE – VALEUR IMPLICITE)	TAUX D'ESCOMPTE (%)	RÉDUCTION DE LA VALEUR IMPLICITE NÉCESSAIRE POUR ASSURER L'ÉGALITÉ (%)
1985	6 535	4 505	11 040	10 365	-675	-6,11	10,33
1986	6 767	4 263	11 030	9 850	-1 180	-10,70	17,44
1987	6 604	4 368	10 972	10 169	-803	-7,32	12,16
1988	6 746	5 480	12 226	10 786	-1 440	-11,78	21,35
1989	7 845	7 154	14 998	13 783	-1 216	-8,11	15,50
1990	8 723	6 425	15 147	12 064	-3 084	-20,36	35,35
1991	10 090	8 596	18 686	14 779	-3 907	-20,91	38,72
1992	9 620	9 141	18 761	12 672	-6 089	-32,46	63,30
1993	11 180	7 895	19 075	14 252	-4 822	-25,28	43,14

soit une observation compatible avec les notions de coût d'encadrement lié aux encaisses libres, à la faible participation de la direction au capital-actions, au retranchement des cadres et aux marchés internes du capital alimentés par la structure de société de portefeuille.

RÉSUMÉ ET CONCLUSIONS

NOTRE ÉTUDE AVAIT POUR OBJET FONDAMENTAL de présenter une analyse des effets des coûts d'encadrement et de régie d'entreprise sur la valeur des sociétés. Nous avons utilisé BCE comme exemple dans notre analyse parce que cette entreprise représente le stéréotype d'une entreprise à propriété dispersée à l'intérieur de laquelle le contrôle exercé par le conseil d'administration et les actionnaires a peu de chance d'être efficace. De plus, le retranchement des cadres existe à cause de la taille imposante de l'entreprise et des contraintes qui s'appliquent à la possession d'actions de Bell Canada par des étrangers. Un autre aspect intéressant de BCE est l'importance de ses encaisses libres et sa structure de société de portefeuille dans le contexte des coûts d'encadrement.

Notre analyse de BCE est compatible avec les répercussions intuitives de la notion de coût d'encadrement : si les gestionnaires possèdent un nombre limité d'actions de la société, la probabilité est plus élevée que les actionnaires externes puissent attribuer une valeur plus faible à l'entreprise. Le conseil d'administration est censé surveiller le rendement de la haute direction et

veiller à réduire toute divergence des intérêts, mais il est très probable que les efforts déployés par le conseil dans ce domaine ne seront pas efficaces.

Notre analyse indique aussi que le rendement de BCE n'a pas été aussi remarquable qu'il aurait pu l'être à la lumière de l'évolution de sa stratégie d'entreprise, de sa tendance historique à effectuer des placements de diversification dans des domaines non connexes et du maintien de sa philosophie de société de portefeuille dont l'objectif est de gérer des actifs et non de maximiser l'avoir des actionnaires. Même si un retour de BCE vers ses activités de base s'est manifesté depuis 1990, notre analyse indique aussi que le marché persiste à attribuer un escompte important aux actions de BCE. On peut expliquer l'existence de cet escompte au fait que les intervenants du marché prévoient que la direction investira les encaisses libres générées principalement par l'entreprise de télécommunications réglementée dans des filiales à part entière et des placements de portefeuille dans des activités connexes partout dans le monde.

Quels changements faudrait-il apporter pour augmenter la valeur de BCE et donc réduire l'escompte observé ? Pour que des changements aient des répercussions sur l'escompte, les intervenants du marché doivent anticiper que ces changements auront pour effet de réduire les coûts d'encadrement et d'améliorer l'efficience de BCE. Une voie possible consiste à resserrer la surveillance exercée sur la haute direction en ayant un conseil d'administration plus actif qui comprendrait des représentants de l'extérieur. Il s'agit de l'essentiel des lignes directrices du TSE sur la composition des conseils d'administration, quoique nous exigerions que la définition d'administrateurs « indépendants » exclut les personnes qui sont associées avec des filiales et/ou des sociétés affiliées à BCE. Toutefois, même si ce changement dans la structure du conseil d'administration est essentiel, il ne sera pas suffisant pour réaliser les changements qui peuvent être nécessaires. Même si l'on possède le conseil le mieux structuré possible, son impact sur les activités de l'entreprise continuera d'être fonction de la détermination que ses membres démontreront dans leur interaction avec le PDG et les administrateurs internes. Un PDG déterminé peut exercer un contrôle même sur un groupe d'administrateurs externes résolus et bien intentionnés. De plus, s'il n'y a pas de rapport direct entre la rémunération des administrateurs externes et la richesse des actionnaires, il se peut fort bien que l'influence du conseil d'administration soit atténuée.

Une seconde approche visant à comprimer cet escompte consisterait à réduire les intérêts que BCE possède dans ses filiales à part entière. Cette stratégie permettrait de mettre en place une méthode plus transparente pour évaluer les composantes individuelles à l'intérieur de la structure de BCE. Mais il est peu probable que cette démarche permette de réduire l'escompte de façon appréciable et ce, pour deux raisons. Premièrement, nous avons calculé l'escompte en posant l'hypothèse que les valeurs des filiales étaient nulles. Mais si les valeurs des filiales étaient positives, l'escompte serait en fait plus élevé, non pas moins élevé. Deuxièmement, la transformation de filiales à part

entière en des filiales à propriété partielle dont les actions s'échangeraient sur le marché public n'aurait pas pour effet de faire disparaître l'escompte de la société de portefeuille, puisqu'on continuerait d'attribuer à la valeur de BCE un escompte semblable à celui qui s'applique à un fonds de placements à capital fixe.

Une troisième façon de procéder consisterait à ne rien faire et à attendre que la discipline du marché des produits exerce son effet sur les marchés dans lesquels les filiales et les sociétés affiliées à BCE vendent leurs produits et leurs services. Certaines des filiales et des entreprises à propriété partielle de BCE font partie d'industries compétitives et le marché des produits exercera une incidence dans ces cas. Mais, dans la mesure où des fonds autogénérés proviennent d'autres segments de la société de portefeuille, BCE est en mesure de subventionner des exploitations non rentables dans des marchés concurrentiels.

À l'heure actuelle, Bell Canada est la filiale principale de BCE et, selon la structure de réglementation actuelle, il s'agit d'un monopole réglementé qui n'a qu'une incitation modérée à améliorer son efficience et une forte incitation à acquérir des actifs et à élargir sa base tarifaire. Depuis l'ouverture des services de télécommunications interurbaines à la concurrence, des efforts ont été déployés afin d'améliorer l'efficience dans certains domaines d'activités. La mesure la plus récente a été l'élimination d'un grand nombre d'emplois. De plus, si l'on instaure une réglementation fondée sur le plafonnement des tarifs comme solution de rechange à la réglementation actuelle du taux de rendement fondé sur la base tarifaire, Bell Canada sera davantage incité à améliorer son efficience et donc, à accroître ses fonds autogénérés. Mais ces flux de trésorerie supplémentaires passeront aux mains de BCE et nous nous retrouverons avec le même problème qu'au départ, c'est-à-dire une destruction de richesse attribuable à des placements non économiques.

Nous sommes aux prises avec un dilemme. D'une part, nous soutenons que les actionnaires de BCE pourront maximiser la valeur de leurs actions si BCE met fin à ses activités ou vend ses actifs à l'extérieur du secteur des télécommunications afin de revenir à sa vocation originale d'entreprise de télécommunications, qui peut inclure ou non les services interurbains. Il pourrait s'agir de l'équivalent de la décision américaine qui a eu pour effet de scinder AT&T en entreprises de services téléphoniques locaux et interurbains. Toutefois, l'objectif dans ce cas-ci est la maximisation de l'avoir des actionnaires et non des gains d'efficience attribuables à la concurrence. Par ailleurs, il pourrait en découler des économies de diversification résultant de l'exploitation de plusieurs entreprises connexes. Cet élément milite en faveur d'une cession ou d'une vente de certaines entreprises et de la conservation d'entreprises de télécommunications. L'avoir des actionnaires serait maximisé si les entreprises retenues étaient gérées de façon plus efficace et si l'on éliminait l'accent mis sur la gestion d'actifs. Toutefois, la réponse à la question consiste à déterminer si la direction de BCE pourrait gérer cette nouvelle société de façon à créer

une richesse pour les actionnaires, peut-être avec l'aide d'un conseil d'administration plus actif. Selon notre analyse, la direction de BCE n'a pas réussi dans le passé même à se rapprocher de l'atteinte de cet objectif.

NOTES

1 La popularité du modèle fondé sur la théorie de l'intérêt du mandataire pour l'analyse de la valeur des sociétés est généralement attribuée à l'étude de Jensen-Meckling parue en 1976, bien que des arguments semblables puissent se retrouver dans les travaux de Veblen (1924) et Manne (1965).

2 Techniquement, la réglementation s'applique aux activités réglementées de Bell Canada, ce qui a pour effet de soustraire certaines activités concurrentielles à l'influence du contrôle réglementaire. L'ouverture du marché de l'interurbain à la concurrence et des changements proposés à la réglementation pourraient avoir une incidence sur les flux de trésorerie générés par Bell Canada.

3 Puisqu'il existe de nombreuses études dans ce domaine, nous n'y faisons allusion que brièvement. Les apports importants viennent des auteurs suivants : Manne (1965), Jensen et Meckling (1976), Myers et Majluf (1984), Demsetz et Lehn (1985), Jensen (1986) et Hoshi et collaborateurs (1989).

4 Voir Jensen et Meckling (1976), Jensen (1986) et Elitzur et Halpern (1995).

5 Toutefois, Holderness et Sheehan (1988) affirment aussi :

> Soulignons au départ qu'étant donné le manque de renseignements à l'heure actuelle sur les actionnaires détenant d'importants blocs d'actions et l'absence d'hypothèses précises à leur sujet dans les travaux déjà publiés, notre étude contient une analyse descriptive de même qu'une analyse d'hypothèses précises sur le rôle des actionnaires majoritaires (p. 319).

6 Voir Morck, Shleifer et Vishny (1989), Weisbach (1988) et Warner, Watts et Wruck (1988).

7 Compte tenu des importants achats par endettement et des acquisitions de sociétés qui ont été réalisés récemment, on peut soutenir qu'aucune entreprise n'est maintenant à l'abri d'une prise de contrôle. Mais BCE est une société très différente des autres grandes entreprises qui ont fait l'objet d'une prise de contrôle ou qui ont réussi à compléter une transaction d'achat de société par endettement. Le cas de BCE est différent de celui de ces entreprises puisqu'il existe un degré élevé d'incertitude au sujet de la réaction possible des responsables de la réglementation de sa filiale, Bell Canada, et de ses intérêts dans d'autres compagnies de téléphone réglementées. De plus, il y a un plafond législatif qui s'applique à la proportion

d'actions d'une entreprise de télécommunications que peut détenir une société étrangère. Cette disposition a pour effet d'éliminer la possibilité qu'une entreprise étrangère, qui pourrait réunir les capitaux nécessaires pour financer une prise de contrôle de BCE, entreprenne de le faire.

8 Ce nombre ne comprend que les filiales classifiées au niveau 2 par Statistique Canada aux fins de ses données sur les avoirs intersociétés. Par définition, une filiale de niveau 2 est une entreprise sur laquelle la société mère exerce (ou peut exercer) un contrôle direct. De ce chiffre sont donc exclues les sociétés qui appartiennent à ces 15 filiales. Ce nombre ne comprend pas non plus les filiales numérotées de BCE.

9 Par définition, les bénéfices comprennent les bénéfices d'exploitation avant intérêts et impôts.

10 En 1993, l'apport au revenu net après impôt du segment de la fabrication de matériel a été de -588 millions de dollars (perte), ce qui témoigne des problèmes sérieux auxquels Northern Telecom a fait face.

11 Ces rendements anormaux et les valeurs du test *t* correspondantes sont fondés sur la méthodologie des événements normaux en utilisant les rendements moyens calculés sur 120 jours, se terminant 30 jours avant la date observée de l'événement, à titre de rendement attendu pour calculer les rendements anormaux à la date de l'événement. Les données quotidiennes sont employées dans tous les cas et les RAC sont inscrits pour la fenêtre (–5 +5), la date de l'événement étant le jour zéro.

12 Soulignons que BCE a versé une somme de 400 millions de dollars pour acquérir un intérêt de 20 p. 100 dans Telemax en 1990. La dévaluation récente de la devise mexicaine soulève la possibilité d'une radiation de ce placement semblable à celle que Labatt a annoncée récemment.

13 Par définition, l'indice de richesse cumulative est la valeur cumulative nette d'un montant de 1 $ investi, net du taux sans risque. Le rendement excédentaire cumulatif est calculé en utilisant le modèle de marché, le TSE 300 représentant l'indice. La période de régression employée dans ces calculs est une période mobile sur 60 mois, mise à jour sur une base mensuelle.

14 L'escompte est un problème suffisamment important pour qu'au moins une équipe de cadres de direction ait tenté d'en réduire l'incidence en employant des moyens innovateurs. Les gestionnaires de la Canadian General Investment Limited ont pris la décision d'inscrire les actions de la société à la Bourse de Londres, où les escomptes moyens sont de 7 et 12 p. 100 pour des fonds de pays autonomes. L'escompte au moment de la publication du communiqué le 13 février 1995 était de 28 p. 100. La haute direction prévoyait que l'escompte passerait à 15 p. 100. Le 25 février 1995, l'escompte s'établissait à 26 p. 100; les actions devaient être inscrites à la Bourse à la fin de février 1995 (voir le *Report on Business* du 14 février 1995, p. B13).

15 Pour une analyse des études portant sur les coûts d'encadrement liés à une participation élevée au capital-actions et à ses effets sur la valeur des actions, voir Daniels et Halpern (à paraître, 1995).

16 Voir Statistique Canada, nº 61-517 au Catalogue, diverses années.

17 Dans son rapport annuel de 1993, BCE présente un compte rendu de la valeur de ses placements dans ces filiales à part entière et de ses intérêts minoritaires. Le total de ces placements se chiffrait à environ 2 milliards de dollars.

Remerciement

Nous tenons à remercier la Fondation canadienne de recherche financière et le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada pour avoir contribué en partie au financement de notre étude. Nous désirons remercier aussi James Blake pour son apport extrêmement utile à titre d'assistant de recherche.

Bibliographie

Akerlof, G. A., « The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, août 1970, p. 488-500.

Barclay, M., C. Holderness et J. Pontiff, « Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-end Funds », *Journal of Financial Economics*, juin 1993, p. 263-291.

Daniels, R. et P. Halpern, « The Role of the Closely Held Public Corporation In the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, (à paraître, 1995).

Demsetz, H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1155-1177.

Elitzur, R. et P. Halpern, « La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise », document présenté lors de la conférence sur La prise de décision au Canada, Toronto, les 20 et 21 mars 1995.

Holderness, C. G. et D. P. Sheehan, « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 317-346.

Hoshi, T., A. Kashyap et D. Scharfstein, « Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, 1989, p. 33-60.

Jensen, M. C., « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 323-329.

Jensen, M. C. et W. Meckling, « Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1976, p. 305-360.

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

Manne, H., « Mergers and Market for Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 73, 1965, p. 110-120.

Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, vol. 79, 1989, p. 842-852.

Myers, S. C. et N. S. Majluf, « Corporate Financing Decisions When Firms Have Investment Information that Investors Do Not », *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, p. 187-221.

Shleifer A. et R. W. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 1986, p. 461-488.

Veblen, T., *The Engineers and the Price System*, Viking, New York, 1924.

Warner, J. B., R. L. Watts et K. H. Wruck, « Stock Prices and Top Management Changes », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 461-492.

Weisbach, M. S., « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431-460.

Clifford G. Holderness
Wallace E. Carroll School of Management
Boston College

Commentaire sur la troisième partie
Les actionnaires dominants et les conglomérats : Bons sens ou non-sens ?

INTRODUCTION

LE PARADIGME QUI A DOMINÉ LA RECHERCHE en économie financière depuis plus de 60 ans est celui de la société à propriété dispersée. Pourtant, nous savons maintenant que la plupart des sociétés publiques, dont certaines de très grande taille, ont des actionnaires qui détiennent d'importants blocs d'actions ordinaires. Ainsi, Mikkelson et Partch (1989) ont observé dans un échantillon aléatoire de 240 sociétés industrielles dont les actions sont inscrites à la cote du NYSE ou de l'Amex que les dirigeants et les administrateurs contrôlent, en moyenne, 20 p. 100 des votes (la médiane se situant à 14 p. 100). De même, Holderness et Sheehan (1988) ont constaté que 11 p. 100 de l'ensemble des sociétés inscrites à la cote du NYSE ou de l'Amex ont des actionnaires majoritaires qui contrôlent au moins 50 p. 100 des actions ordinaires.

Au Canada, la propriété des sociétés est encore plus concentrée qu'aux États-Unis. Dans une étude publiée ailleurs dans le présent volume, Rao et Lee-Sing classent seulement 23 p. 100 des sociétés canadiennes dans la catégorie des entreprises dont la propriété est dispersée, comparativement à 40 p. 100 des sociétés américaines. Je crois que la situation canadienne est plus « naturelle » que celle observée aux États-Unis en raison de la série de lois « populistes » adoptées par le Congrès américain durant les années 30, qui ont eu pour effet de déligitimer les détenteurs naturels d'importants blocs d'actions, plus précisément les institutions financières (Roe, 1990). En dépit (ou peut-être à cause) de ces lois, les données montrent que, depuis les années 30, la propriété des sociétés américaines est devenue sensiblement plus concentrée[1].

Le rapport entre les détenteurs de blocs d'actions et les conglomérats est une question qui n'a pas reçu beaucoup d'attention dans la littérature de plus en plus volumineuse consacrée à la structure de propriété. Ce rapport peut-être important est toutefois examiné dans deux études présentées à cette conférence sur la prise de décisions des sociétés au Canada : « À plein régime : Une étude de cas du groupe Hees-Edper », de Stangeland, Daniels et Morck, et

« Entreprises Bell Canada : Création ou destruction de richesse ? », de Halpern et Jog. Ces études traitent du rôle des détenteurs de blocs d'actions dans le contexte de deux sociétés très différentes malgré leurs similitudes importantes. Le groupe Hees-Edper est contrôlé par la famille Bronfman. Il détient d'importants blocs d'actions dans d'autres entreprises. La société BCE, la plus grande entreprise canadienne, détient des douzaines (et, à l'occasion, des centaines) de participations importantes dans d'autres sociétés. Le groupe Hees-Edper et la société BCE détiennent des blocs d'actions dans des sociétés évoluant dans divers secteurs. Bref, les deux sont des conglomérats qui se caractérisent par la détention d'importants blocs d'actions.

Mes commentaires porteront ici de façon générale sur le rapport entre les détenteurs de blocs d'actions et les conglomérats et, en particulier, sur ces deux études de cas.

ÉVOLUTION DE LA PENSÉE DES ÉCONOMISTES SUR LES CONGLOMÉRATS

LA PERCEPTION QU'ONT LES ÉCONOMISTES DES CONGLOMÉRATS s'est modifiée profondément au cours des 25 dernières années[2]. Dans les années 60 et 70, les économistes ont pour la plupart applaudi aux efforts faits par les sociétés pour étendre leurs activités dans d'autres secteurs. Un certain nombre d'arguments étaient invoqués à l'appui de cette forme d'expansion. Les conglomérats pouvaient affecter le capital de façon plus efficiente que les marchés; ils pouvaient mieux réussir à déceler et à développer les talents des jeunes gestionnaires prometteurs; enfin, les conglomérats pouvaient se servir des liquidités provenant des industries arrivées à maturité et les canaliser vers des secteurs de croissance prometteurs, solutionnant ce que l'on en est venu à appeler le problème des liquidités excédentaires.

Au milieu des années 80, cette attitude a changé et les conglomérats n'étaient plus tenus en si haute estime. Aux États-Unis, plusieurs tentatives de prise de contrôle hostile qui ont fait la manchette visaient des sociétés qui s'étaient diversifiées. Après en avoir pris le contrôle, l'acquéreur procédait souvent à une vente des divisions non liées aux activités fondamentales de la société. À la même époque, les travaux menés par des universitaires semblaient confirmer que l'entreprise dont l'effort était concentré engendrait habituellement une plus grande valeur pour les actionnaires qu'un conglomérat aux activités dispersées[3].

Même si le courant d'opinion actuel parmi les universitaires et dans la presse financière est défavorable aux conglomérats, il y a néanmoins des exceptions spectaculaires, notamment certains actionnaires dynamiques qui détiennent d'importants blocs d'actions tels que Warren Buffett et Laurence Tisch. Même si ces personnes sont presque universellement reconnues comme des investisseurs actifs (voir Jensen, 1993), elles pourraient aussi entrer dans la catégorie des conglomérats investisseurs. Ainsi, les placements de Warren Buffett

comprennent d'importants blocs d'actions dans les transports (US Air), les journaux (*Washington Post*), les services financiers (Salomon Brothers) et l'alimentation (See's Candy). Laurence Tisch, pour sa part, contrôle une compagnie d'assurance (CNA), une chaîne de salles de cinéma (Loews) et un réseau de télévision (CBS).

Doit-on féliciter ces investisseurs actifs pour leurs conglomérats, tandis que d'autres font l'objet de critiques ? Les conglomérats sont-ils d'une façon ou d'une autre plus efficaces lorsqu'un investisseur actif en détient le contrôle ? Pour répondre à ces questions – qui sont importantes tant au Canada qu'aux États-Unis – nous avons besoin d'une théorie des conglomérats. Les études consacrées au groupe Hees-Edper et à la société BCE vont bien au delà des louanges ou des critiques adressées aux conglomérats. Les auteurs de ces études cherchent à comprendre les conglomérats à un niveau plus fondamental. Le reste de mon commentaire renferme des suggestions sur la façon de pousser plus loin ces études et d'améliorer ainsi notre compréhension du rapport qui existe entre les conglomérats et les détenteurs de blocs d'actions.

VERS UNE THÉORIE DES CONGLOMÉRATS ET DES DÉTENTEURS DE BLOCS D'ACTIONS

LES STIMULANTS QUI AGISSENT SUR LA HAUTE DIRECTION

CE SONT DES PERSONNES ET NON LES SOCIÉTÉS qui prennent les décisions. Par conséquent, pour comprendre toute forme d'organisation, nous devons examiner la structure des récompenses et des punitions auxquelles sont assujettis les principaux décideurs. Les deux études explorent cette question.

Halpern et Jog ont décelé un important changement d'orientation survenu à la société BCE au début des années 90 en vue de recentrer ses opérations. Durant les années 80, la société BCE s'était diversifiée dans un grand nombre de secteurs dont certains n'avaient que peu de rapport, sinon aucun, avec les activités essentielles de la société BCE dans le domaine des communications. Cette politique a changé au début des années 90 avec l'arrivée de Raymond Cyr au poste de chef de la direction. J'aimerais que l'on examine cette question plus attentivement. Pourquoi a-t-on remplacé le chef de la direction ? Les deux ont-ils été rémunérés de la même façon ? Comment leur rémunération était-elle structurée ? Notamment, la rémunération du nouveau chef de la direction comportait-elle des mesures d'incitation (bonis et options d'achat d'actions) plus importantes ? Le changement d'orientation vers une plus grande concentration des activités de la société BCE découle-t-il vraiment des efforts de M. Cyr ?

Stangeland, Daniels et Morck étudient aussi les stimulants offerts aux membres de la haute direction. Ils affirment que le groupe Hees-Edper utilise des « formules extrêmes de mesures incitatives... pour rémunérer les gestionnaires

et, dans certains cas, les employés »[4]. Ils signalent en outre que les principaux gestionnaires du groupe Hees-Edper sont assujettis à des stimulants asymétriques : si leurs stratégies réussissent, ils en profitent personnellement; mais si leurs stratégies échouent, ils n'en subissent pas les conséquences. Cela ressemble aux stimulants auxquels étaient assujettis les dirigeants des sociétés d'épargne et de crédit aux États-Unis durant les années 80 : si un investissement risqué rapportait, ils en profitaient; si l'investissement engendrait des pertes, le gouvernement en assumait la responsabilité (par l'intermédiaire de la garantie accordée sur les dépôts).

Le régime de rémunération au sein du groupe Hees-Edper mérite un examen plus approfondi. Les auteurs citent seulement un article paru dans un journal pour établir qu'il s'agit d'un système de rémunération asymétrique. Des renseignements plus robustes et plus précis sur la nature précise de ce régime de rémunération seraient utiles. Pour les deux études, j'aimerais aussi que l'on examine la question du taux de roulement des membres de la haute direction. Celui-ci a-t-il un lien avec le rendement de l'entreprise ? Est-il lié à la composition du conseil d'administration ? Des travaux récents de Rose et Shepard (1994), Mehran (1995) et Dial et Murphy (1995) renferment des exemples qui illustrent comment les auteurs des études consacrées à la société BCE et au groupe Hees-Edper pourraient poursuivre leur analyse, déjà fort révélatrice, de la rémunération des dirigeants d'entreprise.

LE RÔLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LES STIMULANTS AUXQUELS IL RÉAGIT

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION EST ÉTROITEMENT LIÉ à l'équipe de direction de l'entreprise. Le conseil a le pouvoir légal de gérer la société, un droit qu'il délègue, sans le transférer entièrement, aux principaux dirigeants. Halpern et Jog signalent que le nombre d'administrateurs siégeant au conseil de la société BCE est passé de 21 en 1983 à 15 en 1993. Cette observation est intéressante parce que l'on a soutenu que les conseils restreints étaient habituellement plus efficaces que ceux qui comptent un grand nombre d'administrateurs. Certains commentateurs ont fait valoir qu'un conseil composé de moins de dix membres était optimal, même pour les très grandes sociétés. Toutefois, Halpern et Jog n'examinent pas pourquoi on a réduit la taille du conseil d'administration de la société BCE, ni n'analysent les effets de cette réforme sur le rendement de l'entreprise. Stangeland et coll. n'abordent pas non plus la question des conseils d'administration des entreprises du groupe Hees-Edper ou des sociétés de portefeuille du groupe.

J'aurais aimé que les deux études traitent de la question du rôle des conseils d'administration. Les conseils ne sont pas forcément inefficaces lorsqu'un actionnaire détient un important bloc d'actions ou même une participation majoritaire. Ainsi, on a analysé les contraintes rigoureuses imposées par le conseil d'administration à un actionnaire majoritaire dominant en l'occurrence

Ted Turner de la société Turner Broadcasting (Holderness et Sheehan, 1991). Les administrateurs des sociétés du groupe Hees-Edper disposent-ils de tels pouvoirs ? De même, les administrateurs des sociétés dont BCE détenait un important bloc d'actions avaient-ils de tels pouvoirs ? Quel est le rôle joué par la famille Bronfman au conseil d'administration des sociétés du groupe Hees-Edper ?

Par ailleurs, il serait utile de déterminer le rapport qui existe entre le taux de roulement des principaux dirigeants et le rendement de l'entreprise. Ici, les travaux de Weisbach (1988) pourraient s'avérer précieux. Les études consacrées à cette question devraient reconnaître l'importance de répartir les administrateurs en trois groupes : les initiés, ceux qui se situent dans une zone grise (les administrateurs ayant des rapports d'affaires avec la société, par exemple les avocats et les représentants des banques d'investissement) et les administrateurs que l'on peut considérer comme étant vraiment indépendants. La classification traditionnelle en deux groupes – initiés et administrateurs externes – peut masquer certains effets importants.

Avantages partagés découlant du contrôle d'un conglomérat par le détenteur d'un bloc d'actions

Il y a deux motifs (non mutuellement exclusifs) pour lesquels quelqu'un peut chercher à détenir un pourcentage élevé du capital-actions d'une société. Premièrement, le détenteur d'un bloc d'actions peut exercer ses droits de vote pour améliorer la gestion de l'entreprise. Les avantages qui en découlent sont souvent appelés « avantages partagés » parce qu'ils profitent à tous les actionnaires. Deuxièmement, le détenteur d'un bloc d'actions peut exercer ses droits de vote de manière à obtenir de la société certains avantages qui ne profiteront pas aux autres actionnaires. Ces derniers sont souvent appelés les avantages privés découlant du contrôle.

Les avantages partagés découlant du contrôle d'un conglomérat par le détenteur d'un important bloc d'actions soulèvent plusieurs sujets de recherche intéressants. Ainsi, on peut faire l'hypothèse que ce dernier exercera une plus grande influence sur la gestion d'un conglomérat que sur celle d'une société dont les activités sont concentrées dans un secteur. L'explication pourrait prendre la forme suivante : les détenteurs de blocs d'actions jouent principalement un rôle de surveillant; les surveillants ont des compétences générales qui ne se limitent pas à des entreprises ou à des industries particulières; par conséquent, les détenteurs de blocs d'actions sont plus efficaces lorsqu'ils agissent dans le cadre de conglomérats. Certes, Warren Buffett et Laurence Tisch semblent correspondre à ce profil.

Même si cette explication est plausible, je n'ai pas eu l'occasion de voir de données empiriques appuyant ou, pour tout dire, contredisant cette affirmation. Les deux études dont il est question ici touchent toutefois à certains avantages partagés pouvant découler du contrôle d'un conglomérat par le détenteur d'un important bloc d'actions. Ainsi, la société BCE acquiert souvent la totalité du

contrôle de sociétés n'appartenant pas au domaine des télécommunications, mais elle n'acquiert que des participations minoritaires de contrôle dans des sociétés dont la principale activité se rattache aux télécommunications. Ce modèle pourrait traduire des contraintes au niveau de la réglementation ou encore les avantages partagés découlant du contrôle.

L'étude de Stangeland, Daniels et Morck n'accorde que peu d'attention à la nature des investissements faits par le groupe Hees-Edper et encore moins aux raisons pour lesquelles ils ont été faits. Une élaboration de ces aspects pourrait nous fournir des renseignements précieux.

Enfin, il serait intéressant de voir comment la gestion des entreprises cibles a changé après que la société BCE ou le groupe Hees-Edper y ait acquis un bloc d'actions. Les auteurs pourraient examiner la réaction du prix des actions lorsque BCE ou le groupe Hees-Edper a initialement annoncé qu'il allait acquérir un important bloc d'actions dans ces sociétés. De même, les auteurs pourraient étudier les réformes entreprises au niveau de l'exploitation et le roulement des hauts dirigeants au lendemain de ces investissements[5].

LIMITER LES AVANTAGES PRIVÉS DÉCOULANT DU CONTRÔLE DES CONGLOMÉRATS PAR DES DÉTENTEURS DE BLOCS D'ACTIONS

LES AMÉLIORATIONS AU NIVEAU DE LA GESTION représentent les avantages partagés éventuels, pour les actionnaires minoritaires, des placements faits dans d'importants blocs d'actions. La consommation de certains avantages privés par le détenteur d'un bloc d'actions est par ailleurs le risque qui accompagne les participations importantes au capital-actions, pour les actionnaires minoritaires[6]. En termes simples, qu'est-ce qui empêche l'actionnaire dominant de maximiser les rentrées de fonds attendues pour ensuite les exproprier par une rémunération excessive, des avantages extraordinaires et des transactions conclues avec la société à des prix ne reflétant pas ceux du marché ? Nous disposons de nombreux éléments de preuve qui indiquent que les détenteurs de blocs d'actions consomment généralement des avantages privés. Cela pourrait expliquer pourquoi, par exemple, le prix auquel s'échange un important bloc d'actions comporte une prime substantielle par rapport au prix du marché après l'annonce de la transaction (Barclay et Holderness, 1989, 1992). Les avantages de nature privée semblent aussi expliquer, du moins en partie, pourquoi les fonds de placement à capital fixe aux États-Unis s'échangent souvent à escompte par rapport à leur valeur liquidative (voir Barclay, Holderness et Pontiff, 1993).

Il existe également une abondance de données empiriques indiquant que les détenteurs de blocs d'actions (à tout le moins aux États-Unis) sont assujettis à des contraintes quant à leur pouvoir de retirer des avantages privés aux dépens des actionnaires minoritaires. Si ce n'était pas le cas, les entreprises dont le contrôle est détenu par des actionnaires importants cesseraient éventuellement d'exister parce que les investisseurs minoritaires se rendraient

compte de la témérité d'investir dans de telles entreprises. Aux États-Unis, on constate que c'est la loi, plutôt que des facteurs organisationnels, qui est la principale contrainte s'exerçant sur les actionnaires dominants[7].

Enfin, il est important de savoir comment, le cas échéant, les lois canadiennes restreignent les agissements des actionnaires dominants tels que BCE, le groupe Hees-Edper et la famille Bronfman. Un sujet d'intérêt connexe serait de voir comment les sociétés canadiennes s'adaptent aux actionnaires dominants, peut-être en accordant des pouvoirs additionnels au conseil d'administration.

Conclusion

L'ESSENCE DE LA PROPRIÉTÉ PRIVÉE est la présence simultanée des effets de richesse et des droits décisionnels. L'état naturel d'une économie de marché est de laisser les propriétaires gérer. Pour cette raison – et avec le temps – de plus en plus de sociétés compteront dans leurs rangs des actionnaires détenant d'importants blocs d'actions.

Le rapport entre la propriété d'importants blocs d'actions et les conglomérats pourrait être important et n'a reçu que peu d'attention jusqu'à maintenant. Les études comme celles entreprises par Halpern et Jog, dans le cas de la société BCE, et de Stangeland, Daniels et Morck, dans celui du groupe Hees-Edper, nous aideront à mieux comprendre ce rapport qui soulève encore beaucoup d'interrogations.

Notes

1 Les recherches préliminaires indiquent que la participation des administrateurs et des dirigeants au capital-actions d'un échantillon aléatoire de sociétés américaines a à peu près doublé, en pourcentage, depuis 1935. Holderness, Kroszner et Sheehan, 1995.

2 Cette question est examinée en détail par Stangeland et ses collaborateurs.

3 Voir les exposés publiés dans le *Journal of Financial Economics*, dans le cadre du *Symposium on Corporate Focus*, janvier 1995.

4 Stangeland et coll., p. 11.

5 Pour des exemples de certains types d'études, voir Barclay et Holderness, 1991.

6 Seule la consommation d'avantages privés monétaires réduira la richesse des actionnaires minoritaires (voir Barclay et Holderness, 1992).

7 Voir Holderness et Sheehan (à paraître).

BIBLIOGRAPHIE

Barclay, Michael J. et Clifford G. Holderness, « Private Benefits from Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 371-397.

_____, « Negotiated Block Trades and Corporate Control », *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, p. 861-878.

_____, « The Law and Large-Block Trades », *Journal of Law & Economics*, vol. 35, 1992, p. 265-294.

Barclay, Michael J., Clifford G. Holderness et Jeffrey Pontiff, « Private Benefits from Block Ownership and Discounts on Closed-end Funds », *Journal of Financial Economics*, vol. 33, 1993, p. 263-291.

Dial, Jay et Kevin J. Murphy, « Incentives, Downsizing, and Value Creation at General Dynamics », *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 261-314.

Holderness, Clifford G. et Dennis P. Sheehan, « Constraints on Active Investors », à paraître dans *Relational Investing*, ouvrage publié sous la direction de John C. Coffee, Jr et Ronald Gilson, Oxford University Press, Oxford , (à paraître).

_____, « Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting », *Journal of Financial Economics*, vol. 30, 1991, p. 325-346.

_____, « The Role of Majority Shareholders in Public Corporations: An Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 317-346.

Holderness, Clifford G., Randall Kroszner et Dennis P. Sheehan, « Were the Good Old Days Good ? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression », document de travail non publié, Boston College, Chestnut Hill (Mass.), 1995.

Jensen, Michael C., « The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems », *Journal of Finance*, vol. 48, 1993, p. 831-880.

Mehran, Hamid, « Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 38, 1995, p. 163-184.

Mikkelson, Wayne H. et M. Megan Partch, « Managers' Voting Rights and Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 263- 290.

Roe, Mark J., « Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 7-41.

Rose, Nancy L. et Andrea Shepard, « Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability or Executive Entrenchment ? », document de travail non publié, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, (Mass.), 1994.

Symposium on Corporate Performance, *Journal of Financial Economics*, vol. 37, 1995, p. 1-126.

Weisbach, Michael, « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431-460.

Vikas C. Mehrotra
Faculté de commerce
Université de l'Alberta

Commentaire sur la troisième partie

LES CONSEILS D'ADMINISTRATION SONT PLUS QU'UN POINT DE CONTACT entre les gestionnaires des sociétés publiques modernes et leurs propriétaires. En principe, ils sont les surveillants attitrés des gestionnaires de l'entreprise que les actionnaires désignent pour défendre leurs meilleurs intérêts. Mais le rôle que les conseils d'administration remplissent véritablement est bien différent. Le déclin de plusieurs entreprises aurait pu être contenu si les conseils d'administration avaient agi de façon plus vigilante et plus décisive. Les pertes récentes attribuées aux produits accessoires qu'ont essuyées Metallgesellschaft, Procter and Gamble et même Barings auraient pu être évitées si les conseils d'administration de ces entreprises avaient été plus attentifs et mieux renseignés sur les objectifs stratégiques des entreprises et leurs activités subséquentes.

Certes, les conseils d'administration *sont* incités à agir lorsque les choses se gâtent vraiment, comme en fait foi le chambardement à la société General Motors en 1992, qui s'est accompagné d'un remaniement profond du conseil lui-même. Mais de tels exemples de gestes décisifs posés par les conseils sont rares et tendent à se produire trop tard. Dans le cas de GM, ce fut une inaction prolongée et croissante dans le contexte d'un marché et d'un rendement ternes qui a incité le conseil, sous l'impulsion de certains administrateurs clairvoyants, à remplacer finalement le PDG. Comme le souligne le vieil adage, mieux vaut prévenir que guérir; des mesures préventives auraient permis à GM de saisir des occasions de progresser et d'éviter des pertes véritables. Une régie d'entreprise efficace consiste à déterminer la dose pertinente de « prévention ». Une ingérence indue dans les attributions des gestionnaires hiérarchiques décourage la prise de risque créatrice; une surveillance insuffisante se traduit par des lacunes au niveau de la reddition de compte et s'accompagne d'effets préjudiciables.

Pour que des changements notables se produisent dans le comportement des conseils d'administration, il faudra remanier les stimulants et les contrôles qui sous-tendent leur rôle. Des progrès modestes en ce sens ont déjà été accomplis. Commandé par la Bourse de Toronto et s'inscrivant dans la même veine que le rapport Cadbury (1992) au Royaume-Uni, le rapport Dey (1994) contient de nombreuses recommandations utiles visant à améliorer les fonctions de surveillance exercées par les conseils d'administration et l'efficacité de la régie d'entreprise. La nomination d'un plus grand nombre d'administrateurs

indépendants venant de l'extérieur et la séparation des fonctions de président du conseil de celles de président et directeur général (PDG) sont deux sujets que l'on retrouve dans les rapports Dey et Cadbury. Mais l'augmentation du nombre d'administrateurs de l'extérieur sur le conseil d'administration ne permettra de réaliser les changements souhaitables que si des mesures supplémentaires (comme le recours à une législation fédérale ou provinciale pour réaliser ces changements) sont envisagées. Quelle que soit l'opinion qu'on puisse avoir de l'efficacité de modifications législatives, une majorité d'observateurs s'entendent sur la nécessité d'assurer une cohérence et une uniformité de la législation au fil du temps et entre les diverses sphères de compétences. À cet égard, le remplacement de la législation sur les valeurs mobilières des diverses provinces par une législation fédérale unique mérite d'être étudié attentivement.

Les auteurs du rapport Dey ne proposent pas de modifications législatives pour mettre en application la plupart de leurs recommandations; ils s'en remettent plutôt aux pouvoirs coercitifs de la Bourse de Toronto comme moyen de réaliser ces changements. Cette orientation s'inspire aussi de celle du rapport Cadbury. Des modifications législatives, advenant leur adoption, doivent tenir compte d'au moins un aspect important des questions de régie d'entreprise propres aux sociétés canadiennes. Dans les deux autres économies majeures à prédominance anglophone que sont le Royaume-Uni et les États-Unis, la structure de propriété des entreprises se caractérise par un grand nombre d'actionnaires. Par contre, les entreprises canadiennes tendent à avoir une structure de capital à propriété restreinte ou, du moins, à être étroitement contrôlées par des actionnaires liés par des modalités de propriété pyramidale. Cette situation soulève un type de conflit différent entre les intervenants d'une entreprise, à savoir le conflit entre les actionnaires. Aux États-Unis, il existe un conflit possible entre les fonctions qu'exercent l'endettement et le capital-actions sur les liquidités de l'entreprise, tandis qu'au Canada, la question porte davantage sur les rapports entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires, probablement parce que les actionnaires dominants peuvent retirer des avantages privés de l'entreprise qui ne sont pas accessibles aux actionnaires minoritaires, même s'ils ont par ailleurs droit de recevoir des dividendes semblables[1]. La réaffectation de la consommation d'avantages privés peut avoir une incidence qui va au-delà d'aspects purement redistributifs – dans la mesure où elle a pour effet de réduire au préalable les coûts contractuels avec les actionnaires externes et de diminuer ainsi le coût du capital, elle peut mener à un niveau accru d'investissement réel et, par conséquent, être avantageuse pour l'ensemble de la société.

Il est essentiel de disposer d'un mécanisme visant à empêcher les actionnaires dominants d'effectuer des transferts de richesse à leur profit. Il existe certes des moyens de sauvegarder les intérêts des actionnaires minoritaires – tels que la législation qui permet d'obtenir des avis sur l'équité du prix offert dans le cas d'offres d'achat à des actionnaires minoritaires et, dans des cas extrêmes, le recours à des injonctions par les tribunaux qui peuvent apporter une aide

supplémentaire aux actionnaires minoritaires. De plus, toute modification qui a pour effet de limiter l'aptitude des actionnaires majoritaires à s'approprier des avantages privés réduira probablement l'incitation pour ces actionnaires à exercer un contrôle sur la gestion, précisément parce qu'il ne sera désormais plus possible de maintenir le caractère privé des avantages d'un tel contrôle. En définitive, l'avantage net résultant de l'imposition de restrictions sur les activités des actionnaires majoritaires demeure une question empirique non résolue. Compte tenu de cette réserve, un changement qu'il convient d'examiner est la réforme des conseils d'administration visant à susciter une surveillance extérieure plus poussée de la gestion des entreprises. Il convient évidemment de se demander à qui il faudrait confier ce rôle.

Prenons le cas des investisseurs institutionnels; il s'agit d'un groupe que la vaste majorité des gens considère comme étant en mesure d'assurer et de tirer avantage d'une surveillance et d'un contrôle des sociétés. Cette situation est particulièrement pertinente dans le contexte canadien où les structures de propriété des entreprises, la taille limitée du marché et les restrictions s'appliquant à la possession d'actions par des étrangers rendent moins efficaces des mesures de contestation des actionnaires. Il est possible qu'une législation visant à réduire les restrictions sur la quantité d'actions détenues par des étrangers n'ait pas pour effet d'intensifier le contrôle institutionnel (l'accès au marché américain du capital pourrait même réduire l'incitation pour les institutions canadiennes à exercer un contrôle sur le marché intérieur), mais il est probable qu'elle incitera les conseils d'administration canadiens à atteindre des niveaux de rendement sur l'avoir des actionnaires qui se rapprocheront davantage de ceux obtenus à l'échelle internationale.

De plus, la législation actuelle a pour effet de placer en quelque sorte les investisseurs institutionnels devant un dilemme sur le plan de leur représentation sur les conseils d'administration. On ne pourra pas recruter des représentants vraiment indépendants d'investisseurs institutionnels pour faire partie de conseils d'administration et y exercer une influence véritable à moins que ces investisseurs institutionnels ne détiennent un nombre important d'actions dans ces entreprises. Mais le fait de détenir beaucoup d'actions dans une société place les institutions indépendantes dans la situation dangereuse d'être définies comme des actionnaires majoritaires, devenant ainsi des initiés faisant partie du conseil d'administration. Cet état de fait s'accompagne de restrictions sur le plan des transactions de titres et des aptitudes des investisseurs institutionnels à communiquer, ce qui a pour effet de compromettre l'objectif initial que la propriété de ces actions visait à atteindre. Des modifications législatives qui auraient pour effet de hausser le plafond utilisé pour définir les actionnaires internes ou majoritaires constituent une solution possible à ce problème. Par ailleurs, la définition d'administrateurs externes pourrait être modifiée pour arriver au même résultat. Manifestement, une participation au capital-actions de 20 p. 100 détenue par la famille ou les héritiers d'un fondateur d'une société est très différente d'une proportion semblable détenue par une caisse de

retraite. La caisse de retraite devrait donc être considérée comme un investisseur externe, motivé par un objectif avoué d'investissement.

Dans la suite de ce commentaire, nous analysons les quatre documents préparés pour la séance portant sur les conseils d'administration et la régie d'entreprise. Nous avons tenté de présenter les conclusions de ces études dans un contexte d'élaboration de politiques. Le cas échéant, nous nous sommes permis de souligner des lacunes et de présenter des suggestions visant à renforcer les conclusions. Les documents présentés pendant cette séance étaient les suivants : « Entreprises Bell Canada : Création ou destruction de richesse », de Paul Halpern et Vijay Jog; « La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise », de Ramy Elitzur et Paul Halpern; « Les mécanismes de régie des sociétés et la composition du conseil d'administration », de Jean-Marie Gagnon et Josée St-Pierre; et « À plein régime : Une étude de cas du groupe Hees-Edper », de David Stangeland, Ron Daniels et Randall Morck.

Halpern et Jog présentent un aperçu historique des Entreprises Bell Canada (BCE), en mettant en relief l'échec d'une stratégie de diversification, suivi de son abandon et d'un reciblage subséquent de l'entreprise. Les résultats empiriques semblent être compatibles avec la notion de création de valeur attribuable à une vocation mieux ciblée de l'entreprise. Les titres d'une entreprise diversifiée peuvent s'échanger à un prix inférieur à la valeur de la somme de ses composantes par suite d'un interfinancement entre ses divisions, de problèmes complexes d'évaluation résultant des difficultés de séparer les flux de trésorerie globaux de l'entreprise, l'absence de stimulants adéquats pour les gestionnaires de divisions, des rendements décroissants liés à la diversification des responsabilités des gestionnaires (cet aspect de la question remonte aux anciennes notions « coasiennes » sur les limites d'une entreprise) ou une structure de capital inférieure à l'optimum pour les diverses divisions de l'entreprise. BCE n'a pas échappé à ce genre d'escompte qui s'applique aux sociétés de portefeuille. Halpern et Jog démontrent que l'échec de la stratégie de diversification de BCE s'est accompagné d'une réduction de la proportion des administrateurs externes au conseil depuis 1984, une période au cours de laquelle l'escompte implicite sur les avoirs de BCE s'est accru. Ces résultats empiriques sont compatibles avec le phénomène du retranchement des cadres supérieurs, renforcé par les restrictions s'appliquant aux actions détenues par des étrangers, qui ont pour effet d'obliger en quelque sorte les institutions canadiennes à détenir dans leur portefeuille des quantités élevées de titres à forte capitalisation comme ceux de BCE.

Deux types de recommandations du point de vue des politiques se dégagent de cette analyse, compte tenu du caractère spécial que revêt le cas de BCE. Premièrement, l'élargissement des restrictions s'appliquant aux actions détenues par des étrangers aurait pour effet d'imposer aux dirigeants de BCE une discipline plus stricte sur le marché du capital en augmentant le coût de financement d'actifs qui ne contribuent pas à maximiser la valeur de l'entreprise. Deuxièmement, on pourrait faire appel aux pression de la réglementation pour

amener BCE à se départir de Bell Canada, qui pourrait par la suite se structurer en des services régionaux plus petits comme cela s'est fait aux États-Unis en 1984 avec le démantèlement de la société AT&T. Ce qui plus est, le fait de se départir du joyau qu'est Bell Canada obligerait les gestionnaires à repenser leur stratégie de diversification pour l'asseoir sur une base autonome et la libérer des modalités complexes d'interfinancement, qui semblent être responsables d'une bonne partie de l'escompte dans le cours actuel des actions de BCE. Des travaux récents de Daley, Mehrotra et Sivakumar (1995) à l'Université de l'Alberta indiquent que les gains résultant d'une rationalisation des avoirs sont surtout concentrés dans les entreprises qui se départissent d'éléments d'actifs non complémentaires. À première vue, le fait de dissocier Bell Canada de BCE aurait probablement pour effet de créer de la valeur puisqu'une unité indépendante et viable serait ainsi mise sur pied. Cela obligerait les autres divisions de la société mère à s'efforcer de réaliser des gains d'efficience.

Le rôle des conseils d'administration est particulièrement important dans les grandes sociétés de type conglomérat où les gestes posés par les gestionnaires entrent souvent en conflit direct avec les intérêts des actionnaires. Par exemple, les gestionnaires recherchent une diversification entre les industries dans le but de réduire les risques, puisque leur capital humain ne se prête fondamentalement pas à une diversification (ce qui les oblige à assumer des risques propres à l'entreprise). Au risque de simplifier les choses de façon excessive, on peut soutenir que, dans la mesure où la diversification s'accompagne de rendements décroissants au niveau de la gestion et/ou de mesures complexes d'interfinancement associées à la structure organisationnelle des conglomérats, les actionnaires préfèrent s'en tenir avant tout à des « stratégies homogènes » et se charger eux-mêmes de diversifier leur portefeuille en acquérant des actions de sociétés qui font partie d'industries différentes. Dans ce cas, la tâche du conseil d'administration consiste à harmoniser les deux objectifs et à choisir un niveau optimal de diversification.

Stangeland, Daniels et Morck analysent le bien-fondé du conglomérat en tant que formule organisationnelle dans leur étude du groupe Hees-Edper et ils démontrent que le rendement de ce groupe ne se distingue pas de celui d'autres sociétés canadiennes de dimension semblable, même si le groupe Hees-Edper se caractérise par un niveau plus élevé d'endettement et de risque sur le plan des éléments d'actifs. Ils concluent que le groupe Hees-Edper ne retire pas les avantages présumés que l'on associe au conglomérat en tant que formule organisationnelle. L'introduction de cette étude contient une excellente analyse des avantages et des inconvénients de la formule du conglomérat; puis, leurs résultats empiriques servent de toile de fond à l'examen de nombreuses répercussions du point de vue des politiques. Les auteurs soutiennent que des exigences plus rigoureuses en matière de divulgation pour les conglomérats pourraient avoir pour effet de réduire les coûts de surveillance des actionnaires externes. De plus, ils recommandent de modifier les règles de sollicitation de procurations afin que les actionnaires dissidents n'aient pas à supporter un

fardeau disproportionné des coûts des campagnes visant à recueillir des procurations. En conclusion, ils soulignent que la discipline imposée par le marché du capital et des produits est le meilleur outil pour améliorer la régie d'entreprise au Canada. À cette fin, l'ALENA et la suppression graduelle des obstacles au commerce entre les provinces constituent un pas dans la bonne direction qu'on devrait encourager.

Elitzur et Halpern analysent les rapports entre, d'une part, les salaires, les primes et la rémunération totale des cadres supérieurs canadiens et, d'autre part, diverses mesures de rendement des sociétés depuis l'entrée en vigueur de modifications apportées à la *Loi des valeurs mobilières de l'Ontario* qui obligent les entreprises ontariennes à divulguer des données sur la rémunération des cadres. Comme en font foi les données plus nombreuses disponibles aux États-Unis, les auteurs concluent que la dimension de l'entreprise est corrélée positivement avec tous les indicateurs de rémunération de la haute direction.

Les conclusions les plus intéressantes ont trait aux variations dans les composantes individuelles de la rémunération des cadres et le rendement des entreprises. Les auteurs n'ont trouvé aucun rapport significatif entre la rémunération et le rendement sur le marché boursier. Par conséquent, du point de vue des actionnaires, les données empiriques laissent entendre qu'il est peu probable que des régimes de stimulants fondés sur des primes permettent d'augmenter la valeur de l'avoir des actionnaires. L'aspect préoccupant de cette conclusion est mitigé quelque peu par le fait qu'au cours de laps de temps assez longs, le rendement des actions et le rendement fondé sur des mesures comptables ont tendance à converger. Dans le cadre du débat sur la régie d'entreprise, il importe de ne pas se laisser distraire par la publicité entourant les niveaux élevés de rémunération des cadres que l'on a pu lire récemment dans les journaux et de mettre plutôt l'accent sur le produit marginal des membres de la haute direction. Par conséquent, tout effort visant à réglementer la rémunération des cadres n'atteindra probablement pas son but sur le plan d'une régie d'entreprise efficace et pourrait fort bien inciter les meilleurs gestionnaires à émigrer vers des endroits où les régimes sont moins réglementés (comme aux États-Unis).

Une autre conclusion intéressante est que l'existence de mesures de sauvegarde des droits des actionnaires (pilules empoisonnées) est corrélée positivement avec les variations des primes et de la rémunération globale des cadres, ce qui soulève la question de déterminer s'il est possible que ces primes soient accordées par des comités de rémunération cherchant à protéger leurs propres intérêts. La recommandation tant du rapport Cadbury que du rapport Dey – à l'effet que les comités de rémunération soient composés surtout d'administrateurs externes – est particulièrement pertinente dans ce contexte. Un autre conflit d'intérêt surgit lorsque des cadres d'entreprise qui agissent à titre d'experts-conseils auprès d'une société sont nommés sur son conseil d'administration. Ces administrateurs ne devraient pas accepter de faire partie des comités responsables de la vérification et de la rémunération.

Gagnon et St-Pierre présentent des preuves empiriques sur les facteurs déterminants du choix d'administrateurs internes par rapport à des administrateurs externes sur les conseils d'administration des entreprises au Canada en fonction de diverses structures de propriété. Ils considèrent que le conseil d'administration est une forme de régie d'entreprise et qu'à ce titre, il peut se substituer partiellement à d'autres formes de régie d'entreprise comme la rémunération des cadres, la politique d'emprunt, la politique de versement de dividendes et des mesures de protection contre les prises de contrôle adoptées avec ou sans l'approbation des actionnaires. Les auteurs soulignent que la fréquence observée de l'utilisation de ces divers instruments de régie interne est fonction de leur efficacité et du coût de leur adoption. Ils affirment que des modifications au niveau du conseil sont un mécanisme peu dispendieux d'amélioration de l'efficacité de la régie d'entreprise. Cette assertion dépend de façon cruciale du régime de propriété de l'entreprise. Dans le contexte de sociétés au capital dispersé, des changements au conseil d'administration sont souvent des entreprises coûteuses – les frais d'une course aux procurations représentent en soi une somme importante et peuvent décourager des personnes de l'extérieur possédant un nombre minime d'actions de s'engager dans cette voie. Le problème d'abstentionnisme que soulève la démarche menant à ces changements est particulièrement prononcé dans les régimes de sociétés au capital dispersé. De plus, des considérations politiques peuvent empêcher des investisseurs institutionnels de confronter ouvertement la haute direction dans certains cas. À cet égard, une législation visant à sauvegarder le caractère confidentiel du décompte des votes par procuration pourrait être nécessaire afin d'obtenir au moment opportun des réactions des investisseurs institutionnels libres de toute considération politique.

La notion à l'effet que différentes structures de régie d'entreprise peuvent se substituer à la marge constitue un apport important de l'étude de Gagnon et St-Pierre. Selon cette notion, on devrait donc s'attendre d'observer, en situation d'équilibre, divers degrés d'utilisation de chacun de ces mécanismes selon les circonstances et les caractéristiques de l'entreprise. Par exemple, les auteurs analysent le rôle de l'emprunt dans la perspective de la régie d'entreprise et ils signalent que des ratios d'endettement plus élevés réduisent la nécessité d'assurer une surveillance supplémentaire. À mon avis, l'utilisation de l'endettement comme instrument de régie d'entreprise doit reposer sur une théorie mieux structurée que celle que l'on retrouve dans les manuels actuels, qui mettrait en rapport l'endettement et un ensemble de variables sur les occasions d'investissement d'une entreprise. Ce qu'il nous faut, ce sont des données recueillies au moyen d'un échantillon constant qui permettraient d'établir un rapport entre le recours à l'emprunt et le rendement de l'entreprise, en corrigeant pour tenir compte de variables dans l'ensemble des occasions d'investissement de l'entreprise. Sur le plan empirique, les résultats de l'étude de Gagnon et St-Pierre n'ont rien de surprenant, puisque les auteurs ont décelé une corrélation positive entre les droits de vote des administrateurs externes et

leur présence sur le conseil, et une corrélation négative entre les droits de vote des initiés et la présence d'administrateurs externes sur le conseil d'administration. Il fallait *s'attendre* à ce résultat. La conclusion intéressante a trait à la variable de rendement sur les actifs qui est corrélée positivement avec la présence d'administrateurs externes au conseil d'administration pour les entreprises à propriété dispersée. Pour interpréter ce résultat, il faut solutionner le vieux problème de la relation de cause à effet – et la méthodologie de Gagnon et St-Pierre n'est pas pertinente à cet effet. Pour comprendre un tel rapport, il faut utiliser des données reposant sur un échantillon constant, avec des variables d'avances et de retards échelonnés.

CONCLUSIONS

DANS DES STRUCTURES ORGANISATIONNELLES CARACTÉRISÉES par une séparation de la propriété et du contrôle, le conseil d'administration joue un rôle central sur le plan de l'efficacité de la régie d'entreprise. Le présent commentaire se rapporte aux études présentées pendant la session intitulée « Le conseil d'administration et au-delà », lors de la conférence sur la régie d'entreprise organisée par Industrie Canada. Nous présentons ci-dessous un résumé des principales recommandations en matière de politiques qui y ont été proposées.

Premièrement, l'adoption d'une législation nationale sur les valeurs mobilières devrait assurer une cohérence et une uniformité législative entre les diverses instances gouvernementales et, à ce titre, devrait être encouragée.

Deuxièmement, tous les changements visant à améliorer la régie d'entreprise au Canada doivent tenir compte des particularités de la propriété des entreprises canadiennes. La présence d'actionnaires majoritaires au Canada constitue un avantage incertain. Les actionnaires majoritaires assurent une surveillance valable de la haute direction, mais ils sont aussi à l'origine d'un conflit d'intérêts entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires. Les lois qui limitent l'aptitude des actionnaires majoritaires à utiliser des ressources de l'entreprise à des fins privées peuvent avoir pour effet de réduire au préalable les coûts contractuels entre les actionnaires de l'extérieur et les actionnaires majoritaires; la diminution du coût du capital-actions qui en résulte a pour effet de faire augmenter le niveau de l'investissement social. En même temps, les responsables de la réglementation doivent tenir compte des relations d'arbitrage décrites plus haut.

Troisièmement, il faut accorder une attention spéciale au rôle des institutions. Nous nous engageons probablement dans une période d'intervention accrue des investisseurs institutionnels et, de façon générale, les responsables de la réglementation devraient encourager cette tendance. À cette fin, les règles régissant les votes par procuration doivent être revues. Il faut notamment assurer le caractère confidentiel des votes par procuration et uniformiser les règles du jeu qui s'appliquent tant à la haute direction qu'aux actionnaires externes en matière de courses aux procurations.

Quatrièmement, les autorités réglementaires doivent modifier la définition des « initiés » dans le contexte des investisseurs institutionnels, notamment ceux qui ne s'intéressent manifestement pas à la gestion. Les règles actuelles ont pour effet de décourager les institutions participantes d'accumuler des blocs importants d'actions d'une société.

Enfin, les responsables de la réglementation devraient se réjouir de la tendance à une divulgation plus poussée des politiques des entreprises, comme celles touchant la rémunération de la haute direction, mais ces règles sur la divulgation ne doivent pas être utilisées comme un prétexte pour entraver le fonctionnement des mécanismes de marché en ce qui concerne la détermination des niveaux de rémunération des cadres des entreprises.

NOTE

1 L'incursion récente de Seagram dans le marché hollywoodien du spectacle par l'intermédiaire de son acquisition de la société MCA en est un exemple. Il n'est pas évident que cette acquisition ait bien servi les intérêts des actionnaires minoritaires de Seagram. Il reste à voir si l'achat de cette entreprise aura pour effet d'augmenter la valeur des actions de Seagram à long terme; peu après l'annonce de l'achat, toutefois, la valeur des actions de Seagram a diminué d'environ 2 milliards de dollars sur les marchés financiers.

Lee Gill
Direction de la politique des lois commerciales
Industrie Canada

Commentaire sur la troisième partie
Les mécanismes de régie d'entreprise et la composition du conseil d'administration

L'ÉTUDE DE JEAN-MARIE GAGNON ET JOSÉE ST-PIERRE sur les mécanismes de régie d'entreprise et la composition du conseil d'administration présente un bon aperçu de la question, ainsi qu'une analyse économétrique des déterminants de l'un de ces mécanismes : la composition du conseil d'administration. L'étude fournit aussi certaines indications utiles sur le classement possible des mécanismes de régie d'entreprise en fonction de leur coût, de leur efficacité (tant pour les actionnaires que pour les gestionnaires) et de la probabilité qu'on y ait recours.

Les auteurs soulignent clairement que ce classement est purement intuitif. Toutefois, ils ne donnent pas suffisamment de précisions sur le raisonnement intuitif à l'origine de cet ordonnancement. Les explications portant sur le « coût » des mécanismes sont compréhensibles, mais une discussion et une explication plus approfondies du classement des divers mécanismes sont requises, notamment en ce qui a trait à leur efficacité. Ainsi, ils offrent peu d'arguments pour justifier que la rémunération des dirigeants soit classée au troisième rang des mécanismes les plus efficaces de régie d'entreprise, derrière la composition du conseil d'administration et les moyens de défense prévus dans les statuts constitutifs, mais avant la politique d'endettement.

Même si l'étude renferme des données assez convaincantes au sujet de l'utilité de la politique d'endettement, elle n'établit pas clairement pourquoi ce mécanisme n'est pas aussi utile que la rémunération des dirigeants. Ce résultat vaut-il uniquement pour les sociétés dont le capital-actions est largement dispersé ou s'applique-t-il à tous les genres de sociétés ?

L'étude fait aussi ressortir, à plusieurs occasions, la valeur des pilules empoisonnées pour les gestionnaires et les auteurs affirment que ce mécanisme n'est pas particulièrement utile pour les actionnaires. Mais ils offrent peu d'éléments de preuve pour étayer leur position, tout comme ils n'expliquent pas pourquoi de si nombreux actionnaires sont enclins à voter en faveur de régimes de droits à l'intention des actionnaires si ces modalités leur sont aussi préjudiciables.

Au cours de la deuxième étape des consultations qui ont porté sur les modifications proposées à la *Loi sur les sociétés par actions de régime fédéral*

(LSARF), certains dirigeants d'entreprise nous ont confié que l'une des principales raisons pour lesquelles des pilules empoisonnées avaient été mises en place est que les textes de loi tels que la LSARF n'accordent pas suffisamment de temps aux sociétés pour évaluer les propositions de façon adéquate, solliciter l'opinion des actionnaires et répondre aux acquéreurs éventuels. Nous avons été informés par des sociétés qui avaient adopté des pilules empoisonnées qu'elles avaient agi ainsi principalement pour s'assurer qu'elles disposeraient d'un délai suffisant pour répondre convenablement à une offre publique d'achat. Elles ont aussi affirmé que si nous allongions le délai de réponse proposé à entre 45 et 60 jours, le besoin de recourir à des pilules empoisonnées serait passablement moins grand et un nombre moins élevé d'actionnaires continueraient d'en approuver l'utilisation. Si cela est vrai, on peut penser que les pilules empoisonnées sont adoptées dans le contexte actuel pour protéger les intérêts des actionnaires. Est-ce vraiment le cas ?

Une explication plus approfondie aurait pu aussi être offerte dans la partie statistique de l'étude. Ainsi, les auteurs donnent peu d'explications au sujet du tableau 7, où l'on retrouve les résultats de l'un des principaux groupes d'équations.

Les variables utilisées pour expliquer le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes dans les entreprises dont la propriété est dispersée et celles où elle est concentrée entre les mains d'initiés sont statistiquement significatives. Cependant, dans le cas de la propriété dispersée, les seules variables significatives sont les suivantes : les entreprises réglementées, la présence de détenteurs de blocs d'actions non directement représentés au conseil d'administration, le rendement sur l'actif et les droits de vote détenus par les administrateurs internes. La signification statistique de ces variables mériterait une analyse.

Il n'est pas surprenant de constater qu'il y ait davantage d'administrateurs externes dans les entreprises réglementées. On ne doit pas s'étonner non plus que le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes diminue lorsqu'augmente le nombre de droits de vote détenus par les administrateurs internes. Il est toutefois intéressant de noter que le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes augmente parallèlement à une hausse de la participation des investisseurs institutionnels et d'autres détenteurs de blocs d'actions qui sont directement représentés au conseil d'administration. Il serait peut-être encore plus intéressant de voir si ce résultat a changé avec le temps en raison de la hausse du nombre d'investisseurs institutionnels et d'autres détenteurs de blocs importants d'actions ou si, plutôt, un tel phénomène ne s'expliquerait pas par le fait que les entreprises qui sont portées à nommer des administrateurs externes (ou à accroître leur nombre) attirent ce genre d'investisseurs.

Même si les auteurs n'en font pas mention, le tableau 7 laisse penser que le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes a aussi un lien positif avec le rendement sur l'actif. Qu'est-ce que cela signifie que plus

est grande la proportion des administrateurs externes au conseil d'administration des entreprises dont la propriété est largement dispersée, plus est élevé le rendement de ces entreprises ? Ou, cela pourrait-il aussi être lié à la possibilité que les investisseurs institutionnels participent à la surveillance des gestionnaires et veillent à ce que l'entreprise obtienne un rendement acceptable sur son actif ?

Un aspect dont les auteurs n'ont pas traité est celui des résultats non significatifs. Ainsi, ils constatent que la complexité de l'organisation (représentée par les variables de la connaissance et du logarithme de l'actif) n'a pas entraîné un niveau plus élevé de surveillance sous la forme d'administrateurs externes. Pourquoi en est-il ainsi ?

À la rubrique *Propriété concentrée à l'intérieur*, les auteurs affirment que la présence de détenteurs de blocs d'actions est un déterminant important du ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes. Les administrateurs internes, même s'ils sont aussi d'importants actionnaires, acceptent (ou peuvent devoir accepter) une surveillance de la part des autres actionnaires importants. Les auteurs détectent un effet de taille significatif et indiquent que ce résultat concorde avec l'hypothèse d'un lien non linéaire entre la taille de l'entreprise et le ratio des administrateurs externes aux administrateurs internes. Mais ils n'établissent pas clairement pourquoi ce résultat ne s'observe pas dans le cas de la propriété dispersée. Serait-il spécifique à certains secteurs où la propriété dispersée des entreprises n'est pas très répandue ?

Les auteurs ont certes réussi à présenter un bon sommaire et une analyse intéressante des mécanismes de régie d'entreprise. Cependant, des travaux supplémentaires sont requis pour élaborer sur ces résultats préliminaires et quantifier plus clairement l'importance des divers mécanismes de régie des sociétés.

Commentaire sur la troisième partie
La rémunération des dirigeants et la valeur de l'entreprise

CETTE ÉTUDE DE RAMY ELITZUR ET PAUL HALPERN renferme un très bon examen de l'importance observée du rendement propre à l'entreprise et des variables relatives à la taille dans la détermination de la rémunération des dirigeants au Canada. J'espère que des travaux supplémentaires seront entrepris pour donner suite à ce qui a déjà été fait.

Les auteurs indiquent qu'ils ont constaté que les primes reçues par un dirigeant avaient une corrélation positive avec le bénéfice net, qui est un indicateur du rendement à court terme. Ils ont aussi observé que la prime reçue avait un lien positif avec le rendement sur l'actif. Cependant, ils n'ont relevé aucun rapport avec d'autres variables de rendement, par exemple le rendement sur l'avoir net ou le ratio des fonds autogénérés provenant des opérations à l'actif.

Dans tous les cas, cependant, les valeurs R^2 corrigées semblent très faibles. À vrai dire, j'ai pensé qu'aucune de ces équations ne serait significative étant donné que les valeurs R^2 corrigées étaient toutes inférieures à un et, dans certains cas, elles étaient affectées d'un signe négatif. Mais dans un cas au moins, le coefficient semble avoir une valeur explicative significative. J'ai fait un calcul approximatif au sujet de l'équation logarithmique de la prime par rapport aux ventes et aux autres variables que l'on retrouve au tableau 5. Selon ce calcul, le test F indique que l'équation a une valeur explicative significative au niveau de 5 p. 100, un résultat qui a de quoi étonner et qui mériterait une explication. Dans l'ensemble, il aurait été utile que les résultats du test statistique F soient présentés et commentés dans l'étude.

Néanmoins, comme les auteurs l'indiquent clairement, les variables explicatives ne sont pas significatives dans la plupart des cas. Les équations employées décrivent de façon satisfaisante les niveaux de rémunération des dirigeants faisant partie de l'échantillon uniquement dans quelques cas.

Les auteurs proposent certaines raisons qui pourraient expliquer que les variables explicatives ne sont pas significatives. Premièrement, ils soulignent le fait qu'ils ont utilisé uniquement des données sur la rémunération en espèces; ils n'ont donc pas tenu compte de la rémunération versée sous forme d'options d'achat d'actions. Les auteurs reconnaissent d'ailleurs que toutes les formes de rémunération devraient être prises en compte. Ils précisent que le fait qu'ils n'ont pas observé de lien entre la rémunération monétaire et le rendement de l'entreprise ne mène pas forcément à la conclusion que la rémunération totale – qui comprend la rémunération versée sous forme

d'actions – n'est pas liée au rendement de l'entreprise. Cela est évidemment vrai et je suis d'avis que c'est l'un des principaux problèmes soulevés par l'étude. Incidemment, les auteurs indiquent clairement qu'ils poursuivent leurs travaux en vue de recueillir des renseignements sur la rémunération décalée et qu'ils ont l'intention d'inclure cette variable dans leurs rapports futurs. À compter de cette année, une bonne partie de ces renseignements devraient être disponibles sur les formulaires 40 déposés auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO).

En ce qui a trait au salaire, comme le signalent les auteurs, les équations offraient un meilleur ajustement. Ils ont constaté que le salaire était lié positivement à la taille de l'entreprise, mesurée en fonction de l'actif ou du chiffre d'affaires, à la taille de l'industrie à laquelle appartient l'entreprise et au fait que les actions de l'entreprise soient inscrites à une bourse des États-Unis. Le résultat montrant que les salaires auraient un rapport négatif avec la variable du taux de rendement sur cinq ans est particulièrement intéressant. Ce résultat aurait dû faire l'objet d'une explication plus approfondie dans l'étude.

Un autre élément d'information qui est maintenant disponible auprès de la CVMO est la ventilation de la rémunération entre les cinq principaux dirigeants d'une entreprise. Certains des résultats pourraient être plus robustes si les auteurs avaient concentré leurs efforts sur le chef de la direction ou sur les données individuelles plutôt qu'agrégées.

Un dernier point, Elitzur et Halpern précisent que l'une des hypothèses employées dans le modèle est que les gestionnaires sont neutres face au risque. Il serait utile que l'on présente des arguments à l'appui de cette hypothèse. Nombreux sont ceux qui pensent que les gestionnaires, dans l'ensemble, cherchent à éviter les risques et que certains des problèmes d'encadrement qui se posent les rendraient encore plus réfractaires au risque que ne le souhaiteraient les actionnaires. Comment le modèle changerait-il si l'on faisait l'hypothèse que les gestionnaires ont une aversion pour le risque ?

Quatrième partie
Les investisseurs institutionnels

Jeffrey G. MacIntosh
Faculté de droit
Université de Toronto

et

Lawrence P. Schwartz
Économiste-conseil
Toronto

8

Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise ?

FACTEURS D'INCITATION DES ACTIONNAIRES ET VALEUR DE L'ENTREPRISE

LA CONCENTRATION DU CAPITAL-ACTIONS influe-t-elle sur la valeur ou le comportement de l'entreprise ? Depuis les travaux de Berle et Means[1], cette question a peut-être été la plus importante à résoudre pour ceux qu'intéresse la question de la régie des sociétés. Dans une économie capitaliste, l'entreprise est le principal instrument de production de la richesse. Si, comme l'ont fait valoir Berle et Means, les entreprises sont dirigées par des gestionnaires motivés d'abord par leurs propres intérêts et, ensuite, ceux des actionnaires, nous pourrions alors être portés à réglementer le comportement des entreprises et des gestionnaires de façon plus rigoureuse que si ces derniers se dévouaient entièrement à maximiser la richesse des actionnaires. Si, ensemble, la supervision assurée par les marchés (des produits, du capital, du contrôle des sociétés et du personnel de direction) et la surveillance exercée sur les gestionnaires par les actionnaires eux-mêmes étaient suffisantes pour faire coïncider les intérêts des gestionnaires et ceux des actionnaires, le rôle de l'État en matière de régie d'entreprise serait vraisemblablement beaucoup moins important.

Depuis la parution de l'article de Jensen et Meckling (1976)[2], la plupart des économistes reconnaissent qu'il y a un rapport entre la concentration du capital-actions et le rendement de l'entreprise[3]. Jensen et Meckling ont fait valoir qu'il y a une relation linéaire et monotonement croissante entre la participation des gestionnaires au capital-actions et le rendement d'une entreprise. Il en est ainsi parce qu'à mesure que les gestionnaires acquièrent une plus grande part du capital de l'entreprise, leur part du coût des avantages indirects accordés et de la mauvaise gestion augmente de façon correspondante. Les auteurs ont par conséquent prédit que la consommation d'avantages indirects

et le relâchement observé au niveau de la gestion devraient diminuer à mesure qu'augmente la part du capital-actions détenue par les gestionnaires.

Bien que Jensen et Meckling aient amorcé une révolution de la pensée moderne au sujet de la concentration de la propriété du capital-actions, leur vision du rapport entre la concentration de la propriété et le rendement de l'entreprise est insuffisamment nuancée sous certains aspects importants. Premièrement, les données disponibles laissent penser que les tentatives de prise de contrôle hostiles jouent un important rôle disciplinaire en écartant les gestionnaires inefficients (ou ceux qui font une grande consommation d'avantages indirects)[4]. Cependant, une participation accrue des gestionnaires à la propriété leur rend la tâche plus facile au moment de lutter contre une tentative de prise de contrôle hostile[5]. Ainsi, le « retranchement » accru des gestionnaires qui accompagne une participation croissante au capital-actions par ce groupe pourrait en réalité réduire la valeur de l'entreprise à un niveau se situant quelque part entre celui correspondant au niveau (de propriété) auquel les gestionnaires n'ont aucun moyen de défaire une offre publique d'achat (OPA) hostile et le niveau auquel ils peuvent bloquer totalement une telle initiative[6].

Des données empiriques appuient l'hypothèse d'une relation non linéaire entre la part de la propriété qui est entre les mains des gestionnaires et le rendement de l'entreprise[7]. Morck, Shleifer et Vishny[8] ont observé, en étudiant un échantillon de très grandes entreprises (tiré de la liste *Fortune 500*), que lorsque la part de la propriété détenue par les gestionnaires passe de zéro à 5 p. 100, la valeur de l'entreprise augmente. Cependant, entre 5 et 25 p. 100 de propriété, la valeur de l'entreprise diminue. Au delà de 25 p. 100, elle augmente à nouveau. McConnell et Servaes ont constaté pour leur part que la valeur augmentait jusqu'à un niveau de propriété se situant entre 40 et 50 p. 100, la valeur diminuant au delà de ce seuil[9]. Il est intéressant de noter que la taille moyenne des entreprises de l'échantillon utilisé par McConnell et Servaes était sensiblement plus petite que celle de l'échantillon d'entreprises employé par Morck et coll.

Wruck a observé un rapport semblable à celui relevé par Morck et coll., mais pour des blocs d'actions détenus par des non-gestionnaires dans un échantillon d'entreprises inscrites à la cote du NYSE et de l'AMEX[10]. Cela nous incite à penser qu'il faut faire preuve de prudence en interprétant les résultats de Morck et coll. comme une indication du retranchement des gestionnaires, étant donné que les blocs d'actions de l'échantillon de Wruck étaient entre les mains de *non-gestionnaires*. À moins que les détenteurs des blocs d'actions de l'échantillon de Wruck n'aient été associés aux gestionnaires (ou n'aient agi de concert avec eux), il est difficile d'expliquer pourquoi une plus grande concentration du capital-actions contribuerait à incruster davantage les gestionnaires dans leur poste. On s'attendrait à observer l'effet inverse[11].

De fait, Morck et coll. ont constaté que la relation non linéaire entre la participation des gestionnaires au capital-actions et la valeur de l'entreprise s'appliquait (avec les mêmes seuils de retournement) aux administrateurs de

l'extérieur et avait presque la même robustesse empirique que celle obtenue pour les deux principaux dirigeants de l'entreprise. Puisque les administrateurs de l'extérieur sont moins en mesure que les administrateurs internes de consommer les avantages indirects découlant du contrôle, ce résultat laisse aussi penser qu'il faudrait interpréter avec une certaine prudence les résultats de Morck et coll.[12].

En outre, si le retranchement des gestionnaires est l'explication à donner aux résultats de Morck et coll., l'apparition des pilules empoisonnées, qui ont pour effet de réduire la richesse, et (aux États-Unis) l'adoption de lois anti-OPA au niveau des États, pourraient avoir sensiblement modifié le rapport qui existe entre la valeur de l'entreprise et la part du capital-actions détenue par les gestionnaires[13]. Tant les pilules empoisonnées que les lois anti-OPA adoptées par les États donnent aux gestionnaires qui ne possèdent qu'une très modeste part (sinon aucune) du capital-actions de l'entreprise le pouvoir de s'opposer à une OPA hostile. Aux États-Unis, il n'est pas nécessaire que les actionnaires approuvent l'adoption d'une pilule empoisonnée. Puisque tant les pilules empoisonnées que les lois anti-OPA constituent de puissants moyens accessibles aux gestionnaires pour protéger leurs acquis[14], il serait intéressant de voir si des données plus récentes, couvrant la période où étaient en vigueur les dispositions relatives aux pilules empoisonnées et les lois anti-OPA des États (du milieu à la fin des années 80) produiraient des résultats semblables.

Pour ce qui est du Canada, on relève cinq différences entre les pratiques canadiennes et américaines qui pourraient jouer un rôle déterminant. Premièrement, les pilules empoisonnées doivent être approuvées par les actionnaires[15]. Il est donc probable que les gestionnaires seront moins en mesure de s'incruster en faisant adopter une telle mesure. Deuxièmement, il n'existe pas au Canada de législation comparable aux lois anti-OPA adoptées par certains États américains. Troisièmement, les tribunaux et les responsables de la réglementation au Canada ont adopté une ligne dure à l'égard des pilules empoisonnées[16]. On admet généralement qu'une telle mesure peut donner aux gestionnaires plus de temps pour trouver un autre partenaire intéressé par la transaction, mais sans pour autant leur permettre de s'incruster. Si le rapport non linéaire observé aux États-Unis entre la participation des gestionnaires au capital-actions et la valeur de l'entreprise existe aussi au Canada, l'avènement de la pilule empoisonnée devrait avoir moins influé sur ce rapport.

La quatrième différence est peut-être la plus importante. S'il n'y a pas d'actionnaire dominant dans la plupart des sociétés publiques aux États-Unis, on en retrouve un dans la plupart des sociétés publiques au Canada. Cela est important parce que l'étude de Morck et coll. était fondée sur des données des États-Unis et s'est donc déroulée dans un contexte où il y avait très peu d'actionnaires dominants en mesure de faire contrepoids à une équipe de gestionnaires cherchant à défendre ses propres intérêts. Comme nous le faisons valoir ci-après, une plus grande participation des gestionnaires au capital-actions

devrait avoir une incidence très différente tant dans les entreprises qui ont un actionnaire dominant que dans les autres.

Cinquièmement, les plus grandes entreprises au Canada ont tendance à être beaucoup plus petites que celles de l'échantillon de Morck et coll.[17]. La plus petite taille des grandes entreprises canadiennes est sans aucun doute un élément important qui explique pourquoi les plus grandes entreprises canadiennes ont des actionnaires dominants et que les plus grandes entreprises américaines n'en ont pas. En raison des contraintes de richesse qui interviennent dans les deux pays, il est difficile pour des particuliers ou des familles de détenir d'importantes participations dans les entreprises les plus grandes. Les plus grandes entreprises canadiennes pourraient correspondre davantage à l'échantillon de McConnell et Servaes et nous devrions alors nous attendre à ce que le rapport curviligne qu'ils ont observé entre la propriété et le contrôle se retrouve aussi au Canada.

En résumé, il y a de bonnes raisons d'être prudents au moment de supposer que les résultats de Morck et coll. s'appliquent au Canada – moins à cause de l'effet des pilules empoisonnées (pour les raisons mentionnées ci-dessus) que parce que les actionnaires dominants ont tendance à intervenir pour éviter que les gestionnaires ne s'incrustent. Il y a aussi de bonnes raisons d'être prudents en faisant l'hypothèse que les constatations de Morck et coll. s'appliquent encore aux États-Unis après l'apparition des pilules empoisonnées et de lois anti-OPA des États.

Une autre limitation importante qui s'applique à l'interprétation faite par Jensen et Meckling du rapport observé entre la participation des gestionnaires à la propriété et la valeur d'une entreprise est qu'elle ne tient pas compte de la répartition du capital-actions entre les actionnaires non-gestionnaires. Il est beaucoup plus probable que les gestionnaires conserveront le contrôle s'il n'y a aucun autre détenteur de bloc d'actions important pour s'opposer à leurs initiatives, puisqu'un tel actionnaire pourrait faire contrepoids au pouvoir des gestionnaires. Une situation où les gestionnaires détiennent 20 p. 100 du capital-actions alors qu'aucun autre actionnaire n'en détient plus de 1 p. 100 est fort différente de celle où un actionnaire (non gestionnaire) détiendrait un bloc de 25 p. 100 du capital-actions ou de celle où un actionnaire majoritaire (non gestionnaire) détiendrait 51 p. 100 du capital-actions.

De plus, les actionnaires non-gestionnaires (ANG) constituent un groupe varié et les stimulants qui agissent sur eux, ainsi que leur disposition et leur capacité de faire contrepoids aux gestionnaires varient considérablement. Ainsi, il y a au moins quatre groupes d'actionnaires non-gestionnaires : les petits actionnaires, les actionnaires institutionnels, les actionnaires dominants (non gestionnaires) et les détenteurs de blocs d'actions non majoritaires (autres que des institutions) – qui peuvent être des particuliers ou des sociétés[18]. Les petits actionnaires sont les plus exposés aux problèmes d'intervention collective d'abord décrits par Berle et Means. Habituellement, ils détiennent un petit nombre d'actions, ils n'ont pas les moyens financiers requis

pour entamer des poursuites en justice afin de tenir les gestionnaires responsables de leurs gestes, les coûts de coordination qu'ils doivent assumer sont élevés et ils font face à un sérieux problème d'« abstentionnisme ». Même si les motivations des actionnaires institutionnels varient, les institutions détiennent généralement des participations beaucoup plus importantes. La plupart ont aussi les ressources financières requises pour poursuivre les gestionnaires au besoin, leurs coûts de coordination sont moins élevés et les problèmes d'« abstentionnisme » qu'elles doivent affronter sont moins redoutables. Même si plusieurs facteurs ont tendance à masquer les éléments qui incitent les investisseurs institutionnels à exercer une surveillance[19], les détenteurs de blocs d'actions importants (notamment les particuliers, pour qui ne se posent pas les problèmes d'encadrement interne que connaissent la plupart des institutions) sont souvent très motivés à surveiller et à discipliner les gestionnaires. Les actionnaires dominants ont à la fois l'incitation et la capacité requises pour veiller à ce que les gestionnaires exécutent leur mandat.

La capacité de « s'incruster » présuppose la capacité de contrôler. Selon Morck et coll. :

> [...] nous avons reconnu que le seul pouvoir d'exercer un droit de vote n'est probablement pas le principal mécanisme grâce auquel les gestionnaires conservent le contrôle. Il est plus vraisemblable que la propriété a aussi une corrélation positive avec le statut de fondateur, les antécédents au sein de l'entreprise, la prépondérance d'administrateurs de l'intérieur, la capacité de persuader les actionnaires et d'autres facteurs qui facilitent l'exercice du contrôle par les gestionnaires[20].

On peut poursuivre en précisant que non seulement le contrôle provient de diverses sources mais (ce qui est important) qu'il n'est pas indivisible. Le pouvoir d'élire des administrateurs est une manifestation importante du contrôle, mais même le pouvoir d'élire la *totalité* des administrateurs ne signifie pas que l'on possède un pouvoir illimité en matière de décisions de financement et d'investissement. Ainsi, au Canada, les changements fondamentaux qui surviennent au cours de l'existence d'une société (fusion, vente de la totalité ou d'une partie importante des éléments d'actif, reconstitution de la société dans une autre sphère de compétence, modifications des statuts, etc.) doivent habituellement être approuvés par résolution spéciale (ce qui nécessite l'aval des deux tiers des actionnaires participant au vote). Cela confère un pouvoir de contrôle négatif (pouvoir de bloquer une résolution spéciale) au détenteur d'un bloc d'actions ou à une coalition de détenteurs d'actions représentant le tiers des actions avec droit de vote. Les droits de vote par catégorie et ceux que possèdent les actionnaires majoritaires et minoritaires aux termes des modalités d'approbation découlant de la loi, des règlements administratifs ou de la jurisprudence contribuent également à accorder un veto à des catégories particulières ou à une minorité d'actionnaires au sein d'une catégorie minoritaire. Ces pouvoirs renforcent sensiblement la capacité des actionnaires qui

ne sont pas gestionnaires d'empêcher ces derniers d'adopter des mesures visant à transférer ou à réduire la richesse de l'entreprise. Cet aspect est souvent négligé par les économistes, qui ont tendance à supposer qu'une fois franchi le seuil de propriété de 50,1 p. 100, l'acquisition d'autres actions n'accroît pas le contrôle[21].

Même si le point de vue selon lequel le contrôle n'est pas indivisible a cours tant aux États-Unis qu'au Canada, il est notamment important dans le contexte canadien. Tandis que de nombreuses lois sur les sociétés aux États-Unis (y compris celles du Delaware) exigent seulement l'approbation d'une majorité simple des actionnaires pour apporter des changements fondamentaux, la norme en vigueur au Canada est l'approbation à la majorité des deux tiers des actionnaires qui exercent leur droit de vote. En outre, il y a davantage de droits de vote accordés à certaines catégories d'actionnaires ou aux actionnaires minoritaires au Canada qu'aux États-Unis. En vertu de la plupart des lois canadiennes sur les sociétés, les détenteurs d'actions sans droit de vote ou avec un droit de vote restreint doivent obtenir un droit de vote égal à celui des détenteurs d'actions avec droit de vote pour certains types de modifications fondamentales[22]. Ce qui importe peut-être plus, le droit des sociétés exige que les catégories d'actionnaires sans droit de vote ou avec droit de vote restreint approuvent *séparément* plusieurs genres d'opérations à la majorité des deux tiers[23]. Ces droits de vote conférés par la loi à certaines catégories donnent un pouvoir important aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou avec un droit de vote restreint à l'égard des modifications fondamentales que l'on voudrait apporter à la société.

Outre ces prescriptions du droit des sociétés, il y a diverses autres règles découlant des lois ou des bourses de valeurs mobilières et des exigences administratives en vertu desquelles certaines opérations doivent être approuvées par une majorité d'actionnaires désintéressés. Ainsi, la politique 9.1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario exige que toute opération visant à transformer une société publique en société à capital fermé et toute transaction entre personnes apparentées[24] soit approuvée par une majorité des actionnaires minoritaires (ceux qui ne sont pas en conflit d'intérêts). Cette politique exige aussi que la société obtienne une évaluation de l'objet de la transaction (entre personnes apparentées) ou de l'entreprise elle-même (dans le cas d'une opération de fermeture du capital) et qu'un résumé soit envoyé aux actionnaires avant la tenue du vote. En outre, l'approbation par un comité d'administrateurs indépendants est recommandée mais non exigée (bien que cela soit rapidement en voie de devenir la norme). La politique 9.1 impose aussi des règles d'évaluation (et recommande l'approbation par les administrateurs indépendants) pour les OPA provenant d'initiés et de l'émetteur lui-même (la société émettrice)[25]. Toutes ces exigences renforcent sensiblement le pouvoir des institutions qui détiennent des blocs d'actions sans droit de vote ou avec un droit de vote limité.

Au Canada, les détenteurs d'une participation minoritaire peuvent aussi poursuivre en justice la société et/ou ses administrateurs, dirigeants et actionnaires dominants en faisant valoir que leurs droits ou leurs intérêts ont été négligés. Le recours fondé sur l'oppression exercée par la société[26] (pour lequel, dans le cas des sociétés publiques, il n'y a pas d'équivalent direct aux États-Unis) renforce beaucoup le pouvoir des actionnaires minoritaires. En outre, en vertu des soi-disant motifs d'« intérêt public »[27], les responsables des valeurs mobilières ont des pouvoirs beaucoup plus étendus au Canada qu'aux États-Unis pour intervenir dans les transactions qu'ils jugent inadmissibles. Dans l'ensemble, il semble que les intérêts minoritaires puissent plus facilement entraver les opérations de redistribution de la richesse au Canada qu'aux États-Unis.

La composition, la taille et l'identité des ANG sont des facteurs qui agiront simultanément à l'importance de la participation des gestionnaires au capital-actions pour influer sur le degré de surveillance dont fera l'objet l'entreprise et, partant, sur sa valeur. De fait, il y a de nombreuses permutations et combinaisons possibles, compte tenu que l'interaction des différentes catégories d'ANG (et d'actionnaires-gestionnaires) influera sur les facteurs d'incitation auxquels d'autres ANG sont sensibles. Ainsi, la présence d'un important actionnaire ne faisant pas partie du groupe des gestionnaires pourra avoir une incidence négative sur l'incitation des actionnaires institutionnels à exercer une surveillance sur l'entreprise. Chaque institution pourrait faire le raisonnement que le détenteur du bloc d'actions important assurera une surveillance efficace, réduisant le gain attendu d'une intervention supplémentaire à ce niveau. À l'opposé, l'absence d'actionnaires institutionnels ou de détenteurs de blocs d'actions importants accroîtra l'incitation des petits investisseurs à exercer une surveillance sur les gestionnaires. L'incitation à exercer une surveillance n'est pas indépendante de la taille ou de la composition des autres participations au capital-actions ni de l'identité des autres actionnaires.

Il est aussi important de noter que le retranchement des gestionnaires peut découler des efforts de ces derniers pour court-circuiter le marché du contrôle des sociétés. Cependant, d'autres mécanismes de contrôle du marché ont tendance à limiter la mesure dans laquelle les gestionnaires peuvent profiter d'avantages indirects ou adopter d'autres comportements inefficients, même lorsqu'ils ont réussi à consolider leur mainmise sur l'entreprise. Les marchés des produits, des capitaux et du personnel de gestion imposent tous une certaine discipline[28]. De fait, si ces marchés fonctionnent avec un degré élevé de rigueur, l'absence d'un véritable marché du contrôle des sociétés aurait, en théorie, un effet négligeable sur les stimulants auxquels les gestionnaires sont sensibles.

Prenons, par exemple, le cas d'une société qui possède deux catégories d'actions – l'une assortie d'un plein droit de vote et l'autre sans droit de vote. Une structure à deux catégories d'actions pourrait servir à protéger les acquis

des gestionnaires, mais cela comporte un coût. Comme l'affirme Morck[29], appuyé en cela par Morck et Stangeland[30], cette structure augmentera vraisemblablement le coût du capital pour l'entreprise (durant la ronde actuelle et les rondes subséquentes de financement). Une partie moindre de ce coût se répercutera sur les gestionnaires, limitant dans une certaine mesure leur incitation à adopter une telle structure.

Mais Daniels et Halpern ont soutenu[31] que l'efficacité d'au moins un marché – celui des cadres de direction – pourrait aussi être partiellement court-circuité par les efforts de retranchement des gestionnaires.

LES ACTIONNAIRES DOMINANTS FONT-ILS AUGMENTER OU DIMINUER LA VALEUR DE L'ENTREPRISE ?

COMME IL RESSORT CLAIREMENT DE L'EXPOSÉ qui précède, la théorie et les données disponibles laissent penser qu'il serait naïf de supposer simplement que la présence d'un actionnaire dominant aura un effet non ambigu sur la rentabilité de l'entreprise. Les actionnaires dominants peuvent assurer une surveillance effective sur les gestionnaires; mais ils peuvent aussi effectuer des opérations ayant pour effet de réduire la valeur de l'entreprise. Ainsi, un actionnaire dominant peut mettre en place un mécanisme de prix de cession avec une autre société qu'il contrôle, lequel ne correspond pas aux conditions du marché, pour redistribuer la richesse des actionnaires vers cette autre société.

Holderness et Sheehan font valoir qu'un actionnaire dominant peut s'imposer comme gestionnaire pour ensuite se verser un salaire excessif, embaucher des parents à des salaires très élevés, négocier des marchés favorables avec d'autres sociétés qu'il contrôle, piller l'entreprise ou investir dans des projets dont la valeur actualisée est négative[32]. Même s'il ne s'agit pas là d'une liste exhaustive des façons dont un actionnaire dominant peut déposséder les actionnaires minoritaires, ces exemples montrent qu'il y a plusieurs façons d'y parvenir.

En examinant un échantillon de grandes entreprises publiques dont les actions s'échangent au NYSE et à l'AMEX, Holderness et Sheehan n'ont toutefois relevé que peu d'indices démontrant que les actionnaires majoritaires (détenant 50 p. 100 ou plus du capital-actions) exploitent les actionnaires minoritaires. Lors du transfert de blocs d'actions majoritaires, la valeur des titres détenus par les actionnaires minoritaires a augmenté sensiblement et ces transactions se sont accompagnées de changements importants dans la composition du personnel de direction et du conseil d'administration[33]. Les actionnaires majoritaires occupant aussi le poste de chef de la direction n'étaient, en moyenne, que marginalement mieux rémunérés que les autres chefs de la direction. Il n'y avait qu'un nombre limité de cas où l'entreprise employait des parents et aucun où des poursuites ont été intentées en invoquant un abus de pouvoir de l'actionnaire majoritaire. Enfin, Holderness et Sheehan ont

observé que les politiques d'investissement, la fréquence des opérations visant à obtenir le contrôle d'une société, les taux de rendement comptable et le coefficient Q de Tobin n'étaient pas significativement différents entre les entreprises à propriété dispersée et celles où il y avait un actionnaire majoritaire.

Ces résultats sont particulièrement intéressants dans le contexte canadien (sous réserve des différences de régime juridique, comme nous l'avons déjà indiqué), où il y a un risque plus élevé de retrouver des comportements orientés vers une redistribution de la richesse, comme ceux que nous avons décrits précédemment. Les principaux facteurs qui augmentent le risque de prédation sont la concentration élevée de la propriété des actions au sein de l'entreprise et le fait que les détenteurs d'actions ordinaires contrôlent de nombreuses sociétés – dans de vastes empires corporatifs comme ceux contrôlés par le groupe Bronfman. Dans ces contextes, il est plus probable que l'on retrouve des comportements axés sur la redistribution de la richesse.

Nous faisons l'hypothèse qu'au Canada, les actionnaires dominants surveillent plus efficacement les gestionnaires que les actionnaires qui n'ont pas le contrôle *et* effectuent des opérations de redistribution visant à déplacer la richesse des actionnaires n'ayant pas le contrôle vers ceux qui le détiennent. Quatre mesures de rentabilité sont employées pour vérifier cette hypothèse : le rendement de l'actif, le rendement des ventes, la croissance des ventes et le ratio cours/valeur comptable de l'action. Puisque la redistribution de la richesse n'a qu'une incidence minimale sur le rendement de l'actif, le rendement des capitaux propres et la croissance des ventes[34], nous faisons l'hypothèse que la présence d'un actionnaire dominant (et la surveillance concomitante des gestionnaires) aura un effet positif sur ces trois mesures de la rentabilité.

L'effet sur le ratio cours/valeur comptable sera vraisemblablement plus ambigu. Il est probable que la meilleure surveillance des gestionnaires découlant de la présence d'un actionnaire dominant aura une influence positive sur ce ratio. Mais il pourrait aussi subir l'influence négative de la redistribution de la richesse des actionnaires minoritaires au profit de l'actionnaire dominant. Nous n'avons aucune façon de savoir à priori quel effet dominera. Aussi, nous faisons tout simplement l'hypothèse que ni l'un ni l'autre ne dominera et que le ratio cours/valeur comptable ne sera pas modifié par la présence d'un actionnaire dominant.

À noter que nous ne faisons pas de distinction entre actionnaires dominants ayant des attributs différents. Aux fins de l'analyse, nous définissons un actionnaire dominant comme étant tout actionnaire non institutionnel qui détient plus de 10 p. 100 du capital-actions avec droit de vote d'une société. Nous avons effectué une deuxième série de régressions où le seuil de contrôle était fixé à 20 p. 100. Le test visant à établir si la présence d'un actionnaire dominant influait sur la valeur d'une entreprise est donc assez rudimentaire. Plus précisément, nos données indiquent que tous les types d'actionnaires dominants n'ont pas le même effet sur la valeur de l'entreprise. Ainsi, Morck

et Stangeland présentent des données canadiennes qui indiquent que les entreprises contrôlées par les héritiers d'actionnaires-fondateurs feraient diminuer la valeur de l'entreprise[35]. Morck et Stangeland ont également constaté que le rendement des entreprises variait selon que l'actionnaire dominant était une société étrangère, une filiale de propriété canadienne ou une entreprise privée indépendante[36]. Examinant des données américaines, Holderness et Sheehan ont observé que les actionnaires dominants sont plus portés au retranchement (et à un comportement inefficient) s'il s'agit de particuliers plutôt que de sociétés[37].

En outre, même si l'actionnaire dominant *nomme* en définitive les cadres de direction[38] (c'est d'ailleurs ce que signifie être un actionnaire dominant), il pourra ou non figurer lui-même parmi les administrateurs ou les dirigeants de l'entreprise. Un administrateur dominant qui occupe aussi la fonction de dirigeant et/ou d'administrateur pourra tirer des avantages pécuniaires ou non pécuniaires de sa fonction et pourra souhaiter conserver le contrôle afin de protéger les avantages ainsi acquis, qui ne sont pas accessibles aux autres actionnaires.

À l'opposé, un actionnaire dominant qui ne participe pas à la gestion de l'entreprise ne profitera pas des avantages spéciaux liés au fait d'occuper un poste de direction. Les actionnaires dominants non-gestionnaires peuvent tout de même retirer certains avantages du contrôle qu'ils exercent – auxquels n'ont pas droit les autres actionnaires (par exemple la satisfaction psychologique d'être en position de commande) ou ceux obtenus aux dépens des autres actionnaires (notamment la possibilité d'imposer des préférences personnelles et non optimales en matière d'investissement). Dans ces cas, l'élément correspondant aux avantages indirects consommés *à titre de gestionnaire* n'est plus présent. Par conséquent, un actionnaire dominant qui n'est pas également gestionnaire de l'entreprise devrait normalement surveiller les gestionnaires plus efficacement qu'un actionnaire dominant qui est lui-même gestionnaire.

Notons toutefois que les données semblent montrer que presque tous les actionnaires majoritaires (par opposition à ceux qui n'ont qu'une position dominante) sont représentés au conseil d'administration ou au sein de l'équipe de direction[39]. Par conséquent, le fait de ne pas établir de distinction entre les actionnaires dominants selon qu'ils sont ou non gestionnaires de l'entreprise pourrait ne pas constituer une sérieuse lacune empirique.

LES ACTIONNAIRES INSTITUTIONNELS FONT-ILS AUGMENTER OU DIMINUER LA VALEUR DE L'ENTREPRISE ?

NOUS FAISONS L'HYPOTHÈSE QU'IL Y A une corrélation positive entre la valeur de l'entreprise et le degré de propriété institutionnelle, pour les raisons présentées ci-après.

Nombre de commentateurs ont fait valoir que les actionnaires institutionnels sont mieux en mesure de résoudre les problèmes d'intervention

collective que les petits actionnaires[40]. Les actionnaires institutionnels détiennent habituellement des participations beaucoup plus importantes que les petits actionnaires. Aussi, les décisions de l'entreprise risquent plus de les toucher. Leurs coûts de coordination sont moins élevés, ils sont mieux en mesure d'évaluer le rendement des gestionnaires et ils possèdent les ressources requises pour s'opposer à ces derniers (devant un tribunal ou autrement) dans l'éventualité où les gestionnaires tenteraient d'appliquer des mesures ayant pour effet de redistribuer ou de réduire la richesse de l'entreprise.

Des données portant sur les États-Unis révèlent qu'il est plus probable que les actionnaires institutionnels exercent leurs droits de vote que les petits investisseurs et qu'ils s'opposent à au moins certaines mesures ayant pour effet de réduire la richesse[41]. Ces données montrent aussi que la réaction du marché à l'adoption de mesures visant à écarter les prédateurs est négative pour les entreprises où la participation des investisseurs institutionnels est faible mais qu'elle n'a pas d'effet notable dans le cas des entreprises où les investisseurs institutionnels détiennent une part importante du capital-actions[42]. Incidemment, l'effet de ces mesures semble s'être atténué avec le temps et semble aussi découler du fait que non seulement les actionnaires institutionnels interviennent activement pour empêcher les gestionnaires d'adopter de telles mesures mais qu'ils ont aussi tendance à voter contre ces résolutions lorsqu'elles sont soumises à leur approbation[43]. McConnell et Servaes ont aussi observé une corrélation entre l'augmentation de la propriété institutionnelle et l'accroissement de la valeur et de la rentabilité de l'entreprise[44].

Au Canada, la croissance de la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions a suivi la tendance observée aux États-Unis[45]. Comme l'a indiqué MacIntosh[46], au cours des deux ou trois dernières décennies, le pourcentage du capital-actions détenu dans les portefeuilles des compagnies d'assurance-vie et des caisses de retraite publiques a augmenté considérablement. Cependant, le pourcentage du capital-actions détenu dans les portefeuilles des fonds communs de placement semble avoir diminué au cours des 25 dernières années[47].

Plusieurs commentateurs ont fait valoir que les investisseurs institutionnels au Canada avaient acquis un rôle progressivement plus important dans le domaine de la régie d'entreprise[48]. Comme l'a résumé MacIntosh[49], l'influence des investisseurs institutionnels s'est faite sentir de nombreuses façons (non nécessairement présentées par ordre d'importance) :

- Voter contre l'avis des gestionnaires (souvent de concert avec d'autres investisseurs institutionnels).
- Menacer d'exercer ses droits de dissidence.
- Intenter une action en justice pour faire interdire une transaction.
- Obtenir l'appui des responsables de la réglementation du commerce des valeurs mobilières afin d'interrompre une transaction.

- Exprimer publiquement son insatisfaction à l'égard des gestionnaires ou d'une démarche particulière recommandée par ces derniers.
- Entreprendre ou participer à une initiative visant à obtenir des procurations pour déloger les gestionnaires (dans de rares cas).
- Appuyer des regroupements d'institutions (comme l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite) et les courtiers à ristourne (tel Fairvest Securities) qui appuient activement la cause des investisseurs institutionnels.
- Élaborer des lignes directrices sur la façon dont les votes seront exercés par procuration, individuellement ou par l'intermédiaire d'organisations représentatives, en traitant de questions telles que les pilules empoisonnées, la rémunération des dirigeants, les actions privilégiées « carte-blanche », etc.
- Rencontrer les gestionnaires, individuellement ou en groupe, pour discuter de questions qui soulèvent des inquiétudes.

Des renseignements anecdotiques laissent penser que le nombre d'institutions canadiennes qui sont disposées à intervenir activement sur la place publique pour s'opposer aux gestionnaires d'entreprise est limité. De fait, même certains des plus grands investisseurs institutionnels comme le régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS) ont préféré éviter les initiatives qui attiraient l'attention du public[50]. Mais ces renseignements laissent aussi penser que de nombreuses institutions pratiquent la « diplomatie discrète », en ayant des entretiens privés avec les gestionnaires sur les questions qui les préoccupent.

La volonté de plus en plus manifeste des institutions canadiennes de recourir à de telles pratiques et leur propension de moins en moins grande à se départir de leur placement lorsqu'elles sont insatisfaites des gestionnaires[51] indiquent qu'elles exercent réellement une surveillance utile qui devrait avoir une incidence positive sur la valeur des entreprises.

De l'autre côté du bilan, on retrouve de nombreux problèmes qui ont tendance à masquer les facteurs d'incitation qui agissent sur les investisseurs institutionnels[52].

- Les investisseurs institutionnels ne sont pas à l'abri des problèmes d'abstentionnisme (la hausse de la valeur de l'entreprise profitera aux actionnaires qui ne contribuent pas à l'effort et, notamment, elle pourrait profiter aux rivaux de l'institution).
- Il peut y avoir cooptation des investisseurs institutionnels par les gestionnaires (une banque pourrait voter avec les gestionnaires de crainte de perdre les dépôts et/ou les prêts commerciaux de l'entreprise).

- Les gestionnaires des caisses de retraite pourraient adopter une « règle d'or », soit un arrangement mutuel par lequel les gestionnaires de fonds nommés par la direction d'une entreprise s'abstiendront de tout activisme en retour d'un comportement semblable de la part d'autres gestionnaires de fonds.
- Les pressions politiques exercées sur les caisses de retraite publiques.
- Une capacité de surveillance limitée à cause de l'étendue des portefeuilles, d'un personnel restreint et d'une capacité limitée d'intervenir activement dans la gestion.
- La nécessité ou le désir de maintenir des portefeuilles liquides, menant à l'acquisition de petits blocs d'actions sans influence significative sur le vote.
- Les contraintes juridiques ou institutionnelles appliquées aux activités de surveillance[53].
- Les problèmes d'encadrement dans les institutions qui investissent dans des entreprises.
- Une culture institutionnelle marquée par la « passivité ».
- La crainte de représailles politiques à la suite d'une intervention trop directe dans les activités des entreprises.
- La crainte que les démarches entreprises auprès d'autres actionnaires pour discuter de certaines préoccupations au sujet des gestionnaires ne déclenche une « course vers la sortie » qui entraînerait une chute du cours des actions.
- Les conflits possibles au niveau des responsabilités fiduciaires entre la nécessité de maximiser la valeur de la caisse de retraite et celle de l'entreprise, lorsque des gestionnaires de la caisse de retraite deviennent administrateurs de cette dernière.
- La prolifération des actions sans droit de vote au Canada.
- La difficulté de rejoindre les autres actionnaires.
- Les pilules empoisonnées.

Certains chercheurs ont fait valoir que les actionnaires institutionnels avaient pour effet de *réduire* la valeur d'une entreprise. La cooptation dont il est question ci-dessus pourrait non seulement rendre les institutions inaptes sur le plan de la surveillance, mais pourrait en faire des alliés réticents des gestionnaires contre d'autres actionnaires (non cooptés). Ainsi, des données montrent que les institutions ont tendance à voter aux côtés des gestionnaires dans les courses aux procurations[54] et que celles qui sont les plus vulnérables à la cooptation sont aussi plus portées que les autres institutions à voter dans le sens voulu par l'équipe de direction[55].

Certains ont aussi affirmé qu'étant donné que le rendement des gestionnaires de fonds était évalué sur une base trimestrielle, ces derniers avaient tendance à

adopter un horizon de placement extrêmement court et, par conséquent, à sous-évaluer les projets d'investissement à long terme[56]. Selon ce point de vue, les projets à long terme sont systématiquement sous-évalués par le marché, ce qui entraîne un niveau inefficient de dépenses dans les projets de longue haleine, par exemple les projets de recherche et de développement. Mais il semble y avoir peu de données confirmant que le marché sous-évalue les activités à long terme. À vrai dire, les données corroborent plutôt le point de vue selon lequel le marché n'escompte *pas* indûment les projets d'investissement à long terme[57].

De façon générale, tant la théorie que les données disponibles sur les États-Unis appuient la notion d'une contribution positive des actionnaires institutionnels à la valeur de l'entreprise. Nous sommes donc confiants à l'égard de l'hypothèse d'un effet favorable de la présence des investisseurs institutionnels sur nos quatre mesures comptables de la rentabilité. L'indicateur employé pour la propriété institutionnelle est décrit plus loin, à la section consacrée aux données.

Il est toutefois important de signaler que les actionnaires institutionnels jouent souvent un rôle de surveillance quelque peu différent au Canada qu'aux États-Unis, en raison du fait que la grande majorité des sociétés publiques canadiennes comptent un actionnaire dominant. Comme il est indiqué ci-dessus, nous avons supposé qu'il en découle une meilleure surveillance des gestionnaires, ce qui réduit la valeur marginale de la surveillance exercée par les institutions. Mais nous faisons aussi l'hypothèse que la présence d'un actionnaire dominant haussera la probabilité qu'il y ait des opérations de redistribution de la richesse. Les institutions canadiennes auront donc plus tendance à surveiller les actionnaires dominants que les gestionnaires.

Cela peut sembler à priori une distinction futile, puisque les actionnaires dominants agiront par l'intermédiaire des gestionnaires qu'ils ont nommés. De fait, il y a une similarité importante des initiatives de redistribution prises dans les sociétés assujetties à un contrôle et celles qui ne le sont pas. Ainsi, dans le cas où l'actionnaire dominant est aussi l'un des dirigeants de l'entreprise, celle-ci pourrait être tout aussi portée (peut-être même davantage[58]) à rémunérer excessivement les gestionnaires que lorsque la propriété de l'entreprise est dispersée. Mais il est presque sûr que l'on observera une catégorie non triviale d'opérations de redistribution plus fréquemment dans les sociétés sous contrôle. On peut donc s'attendre à ce que les actionnaires dominants utilisent plus souvent leur pouvoir de contrôle pour faire des transactions avec lien de dépendance que les gestionnaires des entreprises non assujetties à un contrôle.

Une question intéressante est de savoir si la valeur marginale de la participation accrue des institutions au capital-actions est plus ou moins élevée lorsqu'il y a un actionnaire dominant. Dans ce cas, la présence accrue des actionnaires institutionnels devrait atténuer l'incitation et/ou la capacité de

l'actionnaire dominant d'entreprendre des opérations de redistribution de la richesse. Mais elle ne devrait pas nuire à la possibilité accrue qu'a l'actionnaire dominant d'exercer une surveillance sur les gestionnaires (en supposant qu'il assume efficacement ce rôle), sauf que la présence accrue des institutions n'ajoutera pas beaucoup sur le plan de la surveillance des dirigeants. Lorsqu'il n'y a pas d'actionnaire dominant, la présence accrue des investisseurs institutionnels devrait avoir un effet marginal (positif) plus grand au niveau de la surveillance des gestionnaires; elle se traduira vraisemblablement par une surveillance beaucoup moins efficace des dirigeants qu'en présence d'un actionnaire dominant. Mais puisque les risques d'opérations de redistribution sont probablement moins grands, la présence accrue des investisseurs institutionnels aura une influence marginale (positive) plus restreinte pour dissuader les gestionnaires de tenter de telles opérations. Il est donc difficile de dire à priori qu'une présence accrue des institutions aura un effet plus grand en présence ou en l'absence d'un actionnaire dominant.

Afin de voir quel effet est le plus important, nous avons élaboré un terme d'interaction qui est le produit du pourcentage de la propriété institutionnelle et d'une variable instrumentale prenant la valeur « 0 » s'il n'y a pas d'actionnaire dominant et la valeur « 1 » s'il y en a un. Parce que nous ne pouvons déterminer à prime abord quel effet dominera, nous avons fait l'hypothèse que la variable d'interaction aura (aléatoirement) un lien positif avec nos quatre mesures de la rentabilité. Notons, toutefois, que nous avons déjà laissé entendre que le risque de redistribution de la part d'un actionnaire dominant allait vraisemblablement se manifester par un ratio cours/valeur comptable inférieur. Le cas échéant, et si les actionnaires dominants sont moins disposés à participer à des opérations de redistribution à mesure qu'augmente la participation des institutions au capital-actions, la probabilité que le terme d'interaction soit positif sera plus grande lorsque la variable dépendante utilisée est le ratio cours/valeur comptable.

LES DONNÉES

L'UNIVERS DES ENTREPRISES D'OÙ NOUS AVONS TIRÉ NOTRE ENSEMBLE de données est l'indice composite TSE 300, qui compte 292 entreprises en tenant compte du fait que certaines ont plus d'une catégorie d'actions ordinaires inscrites au TSE 300. Pour qu'un émetteur figure dans notre ensemble de données, des renseignements devaient être disponibles sur la participation des institutions au capital-actions, les blocs d'actions dominants, l'actif, le rendement des capitaux propres, le rendement de l'actif, le ratio cours/valeur comptable et la croissance des ventes.

La difficulté la plus sérieuse que nous ayons rencontrée au moment de réunir ces données a porté sur les participations institutionnelles au capital-actions. Jusqu'à maintenant, aucun ensemble de données n'a été constitué sur

les entreprises canadiennes à cet égard. Les données ne sont tout simplement pas aussi facilement disponibles au Canada qu'aux États-Unis à cause du fait que les actionnaires canadiens sont assujettis à des règles de divulgation publique seulement au delà du seuil de propriété de 10 p. 100, alors que ce seuil n'est que de 5 p. 100 aux États-Unis. De nombreuses institutions possèdent des participations inférieures à 10 p. 100. Cela est en partie attribuable à la nécessité d'assurer une diversification prudente mais aussi au désir de protéger la confidentialité des données sur la composition du portefeuille des institutions.

Certains investisseurs institutionnels sont expressément tenus de ne pas franchir le seuil de propriété de 10 p. 100. Ainsi, la *Loi sur les banques* interdit à ces institutions (sauf quelques exceptions restreintes) de détenir plus de 10 p. 100 du capital-actions d'un émetteur[59]. Ainsi, peu de blocs d'actions détenus par les banques font l'objet d'une divulgation publique. Les fonds communs de placement sont assujettis à une contrainte semblable : ils ne peuvent détenir plus de 10 p. 100 du capital-actions d'une société, non pas aux termes de dispositions législatives mais d'une instruction générale canadienne[60] émise par les responsables canadiens des valeurs mobilières. Mais cette politique permet à un fonds de détenir un bloc supérieur à 10 p. 100 des actions d'une société avec l'autorisation des responsables de la réglementation.

Une difficulté supplémentaire qui se pose lorsqu'on tente de déterminer l'importance des blocs détenus par les institutions est l'inégalité des dispositions relatives à la divulgation des participations de 10 p. 100 ou plus. Dans bien des cas, une entité (par exemple, une banque) offrira un certain nombre de fonds communs de placement sous une administration commune. Les dirigeants de nombreux fonds estiment qu'ils n'ont pas à consolider ces participations aux fins des rapports qu'ils doivent produire. Dans d'autres cas, les gestionnaires de l'extérieur géreront un portefeuille de fonds (par exemple, des caisses de retraite et des fonds communs de placement) pour le compte de divers bénéficiaires. De nombreux gestionnaires de fonds font valoir qu'ils n'ont pas à consolider ces divers fonds pour fins de rapport.

Nos données sur les participations institutionnelles proviennent de deux sources. La première est le *Vickers Institutional Holdings Guide*, un service commercial offert par la société Vickers Stock Research Corporation (de New York). Si Vickers fournit des données sur les participations inférieures à 10 p. 100, notons que ce service repose sur la divulgation volontaire des investisseurs institutionnels; les données sont donc incomplètes en raison du fait que certains fonds préfèrent ne pas divulguer leurs participations. La deuxième source de renseignements est une base de données gracieusement mise à notre disposition par la société Fairvest Securities Corporation, un courtier institutionnel établi à Toronto qui défend la cause des investisseurs institutionnels (et dont les activités sont financées par des ristournes). Fairvest maintient une liste de toutes les participations de 10 p. 100 ou plus dans toutes les sociétés inscrites à l'indice TSE 300 et, dans certains cas, des participations institutionnelles importantes mais inférieures à 10 p. 100. Les

renseignements sur ces participations sont tirés des documents produits auprès des autorités, des circulaires d'information, des prospectus et d'autres sources. Nous avons conjugué les bases de données de Vickers et Fairvest pour produire notre propre base de données sur les participations institutionnelles au capital-actions des sociétés.

La précision de la base de données est réduite par un certain nombre de facteurs. Premièrement, comme nous l'avons déjà indiqué, nous sommes sûrs que la base de données n'englobe pas toutes les participations de moins de 10 p. 100. Deuxièmement, la base de données de Fairvest est constamment mise à jour, au fur et à mesure que de nouveaux renseignements sont reçus, mais aucun dossier historique n'est conservé pour montrer la propriété institutionnelle à un point précis dans le temps. La base de données nous a été fournie au début de novembre 1994 et elle traduit la situation à cette date. Par contre, la base de données de Vickers a été compilée au 31 mars 1994. Le fait de jumeler ces deux bases de données soulève donc un problème de concordance temporelle. Même si nous aurions préféré que nos données rendent compte de la situation à une date unique, il nous a été tout simplement impossible de le faire parce que Fairvest ne conserve pas de dossiers historiques des participations au capital-actions des sociétés.

Troisièmement, il y a un autre problème de concordance dans le temps entre les données sur la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions des sociétés et les données comptables ayant trait aux entreprises de notre échantillon. Comme nos données comptables ont trait à l'exercice 1993, nous nous appuyons donc sur des données qui décrivent les participations institutionnelles *subséquentes* à la période de déclaration comme mesure approximative des participations institutionnelles au capital-actions pour l'ensemble de la période de déclaration. Idéalement, lorsque l'on tente d'établir un lien entre la propriété institutionnelle et des variables de flux comme le rendement de l'actif ou la croissance des ventes, la statistique qui rend compte de la propriété institutionnelle devrait être une variable composite pondérée qui traduit le degré de propriété institutionnelle tout au long de la période visée, puisque la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions d'une société peut changer au cours d'une année. Encore une fois, en raison de l'absence de données sur les participations institutionnelles au capital-actions des sociétés pour la période de déclaration, nous avions peu de choix à cet égard.

Suite à la conférence pour laquelle cette étude a été produite (tenue en mars 1995), nous avons tenté d'obtenir des données comptables pour l'exercice 1994. Cela n'a pas été possible parce qu'en date de juin 1995, la base de données du *Financial Post*, d'où provenaient nos données, ne renfermait des données comptables sur l'exercice 1994 que pour un nombre restreint d'entreprises de notre échantillon.

Nous aurions préféré que notre base de données fasse la distinction entre les participations constituées d'actions avec droit de vote, droit de vote

restreint ou sans droit de vote, mais la base de données Vickers ne faisait pas explicitement cette distinction[61]. La base de données Fairvest, par contre, enregistre les plus importants blocs d'actions avec droit de vote (en pourcentage du nombre *total* de votes pouvant être exercés) et l'identité de l'actionnaire. La plupart de ces blocs représentent un pourcentage du capital-actions supérieur à 10 p. 100. Par conséquent, notre base de données combinée rend compte des participations institutionnelles au capital sous forme d'actions avec plein droit de vote, droit de vote restreint ou sans droit de vote.

Puisque nous avons regroupé les actions sans droit de vote, avec droit de vote restreint et avec plein droit de vote, nous avons implicitement fait deux hypothèses importantes. D'abord, les institutions possèdent un certain pouvoir auprès des gestionnaires, même si elles ne détiennent que des actions avec droit de vote restreint ou sans droit de vote[62]. Ensuite, les institutions ont aussi un certain pouvoir auprès des gestionnaires lorsqu'elles détiennent un pourcentage élevé d'une catégorie d'actions, plutôt qu'un pourcentage élevé de la totalité du capital-actions.

Même si nous aurions préféré un échantillon plus raffiné, nous croyons que nos deux hypothèses sont défendables d'un point de vue théorique. Bien que les actions avec droit de vote restreint offrent un pouvoir d'intervention limité lors d'un scrutin et que les actions sans droit de vote n'en n'offrent aucun, la possession de ces deux catégories d'actions peut néanmoins inciter les investisseurs institutionnels à surveiller les gestionnaires et leur conférer un certain pouvoir auprès de ces derniers. On peut affirmer que le fait de détenir un bloc d'actions sans droit de vote donne aux investisseurs institutionnels une incitation *plus grande* (et non moindre) à surveiller les gestionnaires et les actionnaires dominants. Sans voix au chapitre, les actionnaires institutionnels seront portés à penser que la liquidation d'un bloc d'actions constitue pour eux un meilleur moyen de protection. La valeur de cette solution dépendra, elle-même, d'un flux de renseignements fiables et précis sur l'entreprise – incitant les institutions à exercer une surveillance régulière.

En outre, même si l'on a tendance, dans les travaux publiés, à établir une démarcation claire entre la liquidation d'un bloc d'actions et l'exercice du droit de vote, les deux sont à vrai dire interreliés. Le fait même que les institutions puissent tenter de se départir d'un important bloc d'actions et provoquer une chute des cours des titres de l'entreprise constitue, en soi, une source de pouvoir sur les gestionnaires. Dans bien des cas, la rémunération des gestionnaires dépend en partie du prix des actions. Ces derniers seront donc incités à éviter tout comportement qui entraînerait une chute du prix des actions. De fait, de nombreux dirigeants détiennent une partie importante de leur richesse sous forme d'actions de l'entreprise, ce qui les incite encore davantage à éviter une chute importante des cours[63].

En outre, un comportement prédatoire à l'endroit des détenteurs d'actions sans droit de vote ou avec droit de vote restreint entraînant une chute du cours de l'action aura une incidence négative sur le coût du capital

pour l'entreprise, ce qui haussera la probabilité d'une faillite (qui, presque assurément, ferait perdre aux gestionnaires leur emploi), en plus de réduire la valeur du capital humain de ces gestionnaires sur le marché du travail. Qui plus est, les institutions qui détiennent des actions sans droit de vote ou avec droit de vote restreint ont toujours la possibilité de mettre les gestionnaires dans l'embarras en dévoilant leurs préoccupations au sujet des initiatives envisagées par ces derniers. Comme de nombreux gestionnaires préfèrent éviter toute publicité négative, la menace de divulgation permet aux institutions d'exercer une influence sur les gestionnaires même si elles ne détiennent pas d'actions avec droit de vote. Ainsi, même si nous aurions préféré répartir les participations institutionnelles de notre échantillon selon le pouvoir de votation qui s'y rattache, nous pensons qu'il y a une bonne justification théorique pour combiner, dans notre base de données, les actions avec plein droit de vote, droit de vote restreint et sans droit de vote. Lorsqu'une société avait plus d'une catégorie d'actions ordinaires inscrites à l'indice composite TSE 300, nous avons établi la propriété institutionnelle uniquement pour la catégorie d'actions négociables ayant la plus grande liquidité sur le marché.

La variable de la propriété institutionnelle (%INST) équivaut au pourcentage du capital-actions détenu par des investisseurs institutionnels dans la catégorie choisie aux fins de la présente étude, plutôt qu'au pourcentage de la *totalité* des actions ordinaires correspondant à la participation institutionnelle au capital-actions. Comme nous l'avons déjà indiqué, nous faisons l'hypothèse que les institutions ont un certain pouvoir d'intervention auprès des gestionnaires du fait qu'elles détiennent une part importante des actions ordinaires d'une catégorie donnée, plutôt qu'une part importante de l'ensemble du capital-actions de l'entreprise. Nous croyons que cette hypothèse est défendable, sur le plan théorique, pour les mêmes raisons que l'inclusion des actions sans droit de vote ou avec droit de vote restreint est justifiable. De plus, les exigences relatives au vote par catégorie et à la « majorité de la minorité » (dont nous avons fait état plus tôt), donnent à ceux qui détiennent une importante participation dans une catégorie d'actions un pouvoir de veto effectif sur de nombreux changements fondamentaux que l'on pourrait vouloir apporter à la société (même si les statuts constitutifs de la société précisent que ces actions n'ont aucun droit de vote ou un droit de vote restreint). Étant donné que de nombreuses activités à caractère redistributif doivent être interprétées comme des changements fondamentaux visés par ces droits de vote d'origine législative, administrative et judiciaire, cela confère aux institutions détenant un bloc d'actions une solide position de négociation vis-à-vis des gestionnaires.

Les actionnaires dominants (CONTRÔLE) ont été identifiés à l'aide de la base de données de Fairvest. Nous avons fixé des seuils automatiques pour définir qui est un actionnaire dominant, en l'occurrence tout actionnaire non institutionnel (ou, s'il semblait que des actionnaires pouvaient agir de concert, toute coalition d'actionnaires) détenant soit 10 p. 100 ou plus (pour la première série de régressions), soit 20 p. 100 ou plus (pour la deuxième série de

régressions) de la totalité des votes[64]. Ces derniers ont été repérés à l'aide de la base de données de Fairvest. Dans notre échantillon final de 99 sociétés, 63 répondaient au premier critère et 55 au deuxième.

Les données comptables de chaque émetteur ont été compilées en consultant le *Financial Post Surveys* pour l'exercice financier se terminant le plus près du 31 mars 1994. Dans la plupart des cas, l'exercice se terminait le 31 décembre 1993. Cette source nous a aussi permis d'obtenir des données sur l'actif total, le ratio du cours des actions à leur valeur comptable, la croissance des ventes pour la période de déclaration de 1993, le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres.

Sur un total de 292 entreprises figurant à l'indice TSE 300, nous avons recueilli des données complètes pour 99 entreprises. Celles-ci sont globalement représentatives de la structure industrielle de l'indice TSE 300.

LA MÉTHODOLOGIE

NOUS AVONS EMPLOYÉ LA MÉTHODOLOGIE HABITUELLE de la régression à l'aide des moindres carrés ordinaires pour déterminer si un niveau croissant de propriété institutionnelle et/ou la présence d'un actionnaire dominant influaient sur la valeur de l'entreprise. À cette fin, nous avons défini quatre variables indépendantes. La première, %INST, est, comme nous l'avons indiqué, le pourcentage des actions ordinaires en circulation de l'entreprise inscrites à l'indice TSE 300 qui sont la propriété d'investisseurs institutionnels. La deuxième, CONTRÔLE, que nous avons aussi décrite précédemment, est une variable auxiliaire prenant la valeur de « 1 » s'il y a un actionnaire dominant et la valeur « 0 » s'il n'y en a pas. La troisième, ACTIF, sert à neutraliser l'effet possible de la taille[65]. La quatrième variable indépendante, INTERACTION, est un terme d'interaction égal au produit de la participation institutionnelle et de la variable auxiliaire CONTRÔLE. L'explication théorique du terme d'interaction découle de l'analyse antérieure de la façon dont l'interaction des différentes catégories d'actionnaires peut influer sur la valeur de l'entreprise.

Nous avons régressé quatre variables dépendantes en fonction des variables indépendantes décrites ci-dessus. Ce sont : le ratio du cours de l'action à la valeur comptable par action, le rendement de l'actif, le rendement des capitaux propres et la croissance des ventes.

Toutes les données comptables proviennent du *Financial Post Surveys*; le ratio cours/valeur comptable est le ratio du cours moyen de l'action à la valeur comptable par action. Le cours moyen équivaut à la somme du cours le plus élevé et du cours le moins élevé durant l'année divisée par deux, tandis que la valeur comptable est la valeur comptable en fin d'exercice par action (en excluant les actions privilégiées). Même si la définition de cette dernière variable englobe les éléments d'actif incorporels figurant au bilan, la plupart des bilans n'accordent aucune valeur à ces éléments incorporels. Ainsi, le

ratio cours/valeur comptable est en grande partie déterminé par la valeur comptable des éléments d'actif corporels.

Le ratio cours/valeur comptable est une variable de substitution pour le coefficient Q de Tobin, qui est le ratio de la valeur au marché des dettes et des capitaux propres de l'entreprise au coût de remplacement de ses éléments d'actif corporels[66]. Comme l'ont signalé Ross et Westerfield, « [...] les entreprises qui ont des ratios Q élevés offrent habituellement des possibilités d'investissement intéressantes ou possèdent un avantage concurrentiel marqué »[67]. Le coefficient Q de Tobin a été largement utilisé dans des études semblables aux États-Unis. Les autres variables dépendantes sont des indicateurs généralement acceptés du rendement de l'entreprise.

Il est à noter, toutefois, que la mesure de la rentabilité est un art tout autant qu'une science. Aucune mesure ne peut donner une indication non équivoque du rendement d'une entreprise. Ainsi, la croissance des ventes peut être liée à la rentabilité future, mais elle peut aussi indiquer une tendance de la part des gestionnaires à ériger des empires au détriment des bénéfices à venir. C'est pourquoi nous avons utilisé quatre mesures différentes de la rentabilité.

Dans la première série de calculs, les quatre mesures de rentabilité ont été régressées en fonction des variables ACTIF, %INST et CONTRÔLE, le seuil applicable à cette dernière variable étant fixé à 10 p. 100. Dans la deuxième série de calculs, les quatre mêmes mesures de rentabilité ont été régressées en fonction des quatre mêmes variables indépendantes, auxquelles on a ajouté la variable INTERACTION. Les troisième et quatrième séries de régressions reprennent les deux premières, mais en fixant le seuil de la variable CONTRÔLE à 20 p. 100.

Les résultats

Nous décrivons les résultats de nos régressions dans ce qui suit. Il est à noter que dans chaque tableau, nous présentons d'abord les résultats obtenus en fixant le seuil de la variable CONTRÔLE à 10 p. 100. Ces résultats correspondent dans chaque tableau aux régressions « A ». Nous décrivons ensuite les résultats obtenus lorsque le seuil de la variable CONTRÔLE est porté à 20 p. 100. Ces résultats figurent dans chaque tableau sous la rubrique régressions « B ». Dans chaque cas, le « modèle 1 » correspond à la régression effectuée sans terme d'interaction comme variable indépendante, tandis que le « modèle 2 » correspond à la régression effectuée avec le terme d'interaction comme variable indépendante.

Ratio cours/valeur comptable

Lorsque nous régressons le ratio cours/valeur comptable en fonction des variables ACTIF, %INST et CONTRÔLE, aucune des variables indépendantes n'est statistiquement significative [voir le tableau 1(A), modèle 1]. Lorsque

nous ajoutons le terme d'interaction comme variable indépendante, les résultats changent quelque peu [voir le tableau 1(A), modèle 2]. Dans ce cas, le pourcentage de participation institutionnelle au capital-actions est statistiquement significatif au seuil de 10 p. 100, même si le signe du coefficient est négatif, c'est-à-dire qu'il va à l'encontre de notre hypothèse selon laquelle l'augmentation de la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions accroît la valeur de l'entreprise. La variable CONTRÔLE est statistiquement significative mais, encore une fois, le coefficient est négatif. Le coefficient de la variable INTERACTION est positif et statistiquement significatif.

TABLEAU 1(A)

DÉTERMINANTS DU RATIO COURS/VALEUR COMPTABLE – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 10 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	–0,0015980	0,00100208	–1,5947184
% INST	–0,0035428	0,00882972	–0,4012464
CONTRÔLE (10 %)	–0,2230006	0,27994731	–0,7965807
Constante	2,32191285		
Écart-type est de Y	1,32214303		
R^2	0,03019484		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	–0,0015103	0,00098566	–1,5322851
% INST	–0,0265151	0,01400213	–1,8936485***
CONTRÔLE (10 %)	–0,8412449	0,40392588	–2,0826714**
INTERACTION	0,037277	0,0178324	2,0904018**
Constante	2,72774422		
Écart-type est de Y	1,29929986		
R^2	0,07327550		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

NOTA : ** statistiquement significatif au seuil de 5 %, test bilatéral.
*** statistiquement significatif au seuil de 10 %, test bilatéral.

Lorsque nous relevons le seuil de la variable CONTRÔLE à 20 p. 100 et que nous effectuons une régression sans terme d'INTERACTION, la variable CONTRÔLE est statistiquement significative au niveau de 5 p. 100, à nouveau avec un coefficient négatif [voir le tableau 1(B), modèle 1]. Lorsque nous ajoutons le terme d'INTERACTION, encore une fois seule la variable CONTRÔLE est statistiquement significative, ici aussi avec un coefficient négatif [voir le tableau 1(B), modèle 2]. Le coefficient de la variable INTERACTION est positif, mais n'est pas suffisamment significatif aux niveaux habituels. Dans aucune des régressions la variable ACTIF n'est statistiquement ou économiquement significative.

TABLEAU 1(B)

DÉTERMINANTS DU RATIO COURS/VALEUR COMPTABLE – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 20 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	–0,0016572	0,00098005	–1,6910123***
% INST	–0,0046251	0,00867397	–0,5332189
CONTRÔLE (20 %)	–0,5322349	0,26504631	–2,0080828**
Constante	2,49518792		
Écart-type est de Y	1,29926333		
R^2	0,06346930		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	–0,0015594	0,00097043	–1,6069738
% INST	–0,0201169	0,01218708	–1,6506784
CONTRÔLE (20 %)	–1,0222615	0,37906480	–2,6967989*
INTERACTION	0,0306753	0,017147	1,7889563***
Constante	2,16252486		
Écart-type est de Y	1,28447317		
R^2	0,09430507		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

NOTA : * statistiquement significatif au seuil de 1 %, test bilatéral.
** statistiquement significatif au seuil de 5 %, test bilatéral.
*** statistiquement significatif au seuil de 10 %, test bilatéral.

Ces régressions fournissent une certaine (faible) indication que l'accroissement de la participation des investisseurs institutionnels se traduit par un ratio cours/valeur comptable moins élevé. Elles constituent une preuve un peu plus robuste que la présence d'un actionnaire dominant amène un ratio cours/valeur comptable moins élevé. Elles pourraient aussi indiquer qu'en présence d'un actionnaire dominant, un accroissement de la participation des actionnaires institutionnels entraîne une hausse du ratio cours/valeur comptable.

Rendement de l'actif

Les résultats obtenus pour la variable du rendement de l'actif sont passablement différents. Même si, à nouveau, la variable de contrôle ACTIF

Tableau 2(A)

Déterminants du rendement sur l'actif – seuil de contrôle fixé à 10 %

Variable indépendante	Coefficient	Erreur-type	Valeur du test T
	Modèle 1		
Actif	–0,0007253	0,00603769	–0,1201334
% inst	0,18195008	0,05319997	3,42011590*
Contrôle (10 %)	4,62878708	1,68671135	2,74426781*
Constante	–1,7786128		
Écart-type est de Y	7,96604675		
R^2	0,15773592		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	Modèle 2 (comprend le terme d'interaction)		
Actif	–0,0010586	0,00602131	–0,1758223
% inst	0,26924555	0,08553704	3,14770709*
Contrôle (10 %)	6,97814216	2,46752544	2,82799197*
Interaction	–0,141654	0,108936	–1,300344
Constante	–3,3207895		
Écart-type est de Y	7,93723692		
R^2	0,17261906		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

Nota : * statistiquement significatif au seuil de 1 %, test bilatéral.

n'est statistiquement ou économiquement significative dans aucune régression, les coefficients des variables %INST et CONTRÔLE sont à la fois positifs et statistiquement significatifs tant avec [tableau 2(A), modèle 2] que sans [tableau 2(A), modèle 1] la présence de la variable INTERACTION. Cette dernière a un coefficient négatif mais non significatif sur le plan statistique.

Lorsque le seuil de la variable CONTRÔLE est porté à 20 p. 100, les résultats sont dans l'ensemble similaires, sauf que la variable CONTRÔLE n'est pas significative [tableau 2(B), modèle 1] à moins que le terme d'interaction ne soit ajouté à la régression [tableau 2(B), modèle 2]. Autrement, comme dans le cas de la variable CONTRÔLE au seuil de 10 p. 100, tant la présence d'un

TABLEAU 2(B)

DÉTERMINANTS DU RENDEMENT SUR L'ACTIF – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 20 %

VALEURS INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	–0,0019615	0,00614657	–0,3191224
% INST	0,17597162	0,05440051	3,23474212*
CONTRÔLE (20 %)	2,87380689	1,66228982	1,72882420***
Constante	–0,2858958		
Écart-type est de Y	8,14858437		
R^2	0,11869363		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	–0,0025013	0,00610959	–0,4094200
% INST	0,26147897	0,07672653	3,40793405*
CONTRÔLE (20 %)	5,57851356	2,38648709	2,33754189**
INTERACTION	–0,169312	0,107953	–1,568392
Constante	–1,7614647		
Écart-type est de Y	8,08668768		
R^2	0,14116810		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

NOTA : * statistiquement significatif au seuil de 1 %, test bilatéral.
** statistiquement significatif au seuil de 5 %, test bilatéral.
*** statistiquement significatif au seuil de 10 %, test bilatéral.

actionnaire dominant que l'augmentation de la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions semblent accroître le rendement de l'actif.

RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES

LES RÉSULTATS OBTENUS DANS LE CAS DU RENDEMENT DES CAPITAUX PROPRES sont semblables à ceux observés pour le rendement de l'actif. La variable de la taille de l'actif n'est significative dans aucune des régressions. Les coefficients

TABLEAU 3(A)

DÉTERMINANTS DU RENDEMENT SUR L'AVOIR – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 10 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	0,01610556	0,01781706	0,90394035
% INST	0,39340964	0,15699170	2,50592635**
CONTRÔLE (10 %)	12,0896625	4,97743918	2,42889206**
Constante	–11,778928		
Écart-type est de Y	23,5075896		
R^2	0,10554815		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	0,01555183	0,01787758	0,86990699
% INST	0,53841534	0,25396371	2,12004835**
CONTRÔLE (10 %)	15,9921547	7,32620507	2,18287019**
INTERACTION	–0,2353	0,3234364	–0,727502
Constante	–14,340624		
Écart-type est de Y	23,5660489		
R^2	0,11055609		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

NOTA : ** statistiquement significatif au seuil de 5 %, test bilatéral.

des variables %INST et CONTRÔLE sont positifs et statistiquement significatifs avec [tableau 3(A), modèle 2] ou sans [tableau 3(A), modèle 1] le terme d'interaction. Ce dernier lui-même est négatif mais non significatif.

Lorsque le seuil de la variable CONTRÔLE est porté à 20 p. 100, cette variable cesse d'être statistiquement significative. La variable %INST continue toutefois d'être significative avec [tableau 3(B), modèle 2] et sans [tableau 3(B), modèle 1] terme d'INTERACTION.

Pour résumer, nous pouvons en déduire que la présence accrue des actionnaires institutionnels hausse le rendement des capitaux propres. On peut aussi penser,

TABLEAU 3(B)

DÉTERMINANTS DU RENDEMENT SUR L'AVOIR – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 20 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	0,01312820	0,01799842	0,72940895
% INST	0,38069448	0,15929570	2,38986034**
CONTRÔLE (20 %)	8,33923236	4,86752102	1,71324013***
Constante	–8,3990426		
Écart-type est de Y	23,8607040		
R^2	0,07847468		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	0,12609538	0,01809779	0,69674427
% INST	0,46284288	0,22727892	2,03645318**
CONTRÔLE (20 %)	10,9376908	7,06923874	1,54722329
INTERACTION	–0,162661	0,319778	–0,50867
Constante	–9,8166472		
Écart-type est de Y	23,9543410		
R^2	0,08100432		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

NOTA : ** statistiquement significatif au seuil de 5 %, test bilatéral.
*** statistiquement significatif au seuil de 10 %, test bilatéral.

avec peut-être un peu moins de certitude, que la présence d'un actionnaire dominant a également pour effet d'accroître le rendement des capitaux propres.

CROISSANCE DES VENTES

LA VARIABLE %INST EST NÉGATIVE en l'absence du terme d'INTERACTION [tableau 4(A), modèle 1] et positive lorsqu'il est présent [tableau 4(A), modèle 2], mais n'est pas statistiquement significative dans l'un ou l'autre cas. La variable CONTRÔLE est positive avec et sans terme d'INTERACTION

TABLEAU 4(A)

DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DES VENTES – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 10 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	–0,0276291	0,05109070	–0,5407869
% INST	–0,0224936	0,45017612	–0,0499693
CONTRÔLE (10 %)	13,6814696	14,2728834	0,95856381
Constante	17,1980469		
Écart-type est de Y	67,4083751		
R^2	0,01431223		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	–0,0286734	0,05134607	–0,5584345
% INST	0,25096130	0,72940737	0,34406191
CONTRÔLE (10 %)	21,0408758	21,0415419	0,99996834
INTERACTION	–0,443735	0,9289396	–0,477679
Constante	12,3671443		
Écart-type est de Y	67,6838828		
R^2	0,01669912		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

mais, à nouveau, elle n'est pas statistiquement significative dans l'une ou l'autre régression. Le terme d'INTERACTION est négatif mais n'est pas non plus significatif.

Lorsque le seuil de la variable CONTRÔLE est porté à 20 p. 100, les résultats obtenus sont semblables [tableau 4(B), modèle 1 et modèle 2]. Dans aucune des régressions la variable de contrôle ACTIF n'est significative.

Dans notre échantillon, la croissance des ventes semble n'être influencée ni par la présence d'un actionnaire dominant ni par la participation d'investisseurs institutionnels au capital-actions.

TABLEAU 4(B)

DÉTERMINANTS DE LA CROISSANCE DES VENTES – SEUIL DE CONTRÔLE FIXÉ À 20 %

VARIABLE INDÉPENDANTE	COEFFICIENT	ERREUR-TYPE	VALEUR DU TEST T
	MODÈLE 1		
ACTIF	–0,0307057	0,05093946	–0,6027881
% INST	–0,0335046	0,45084163	–0,0743157
CONTRÔLE (20 %)	10,4081062	13,7761475	0,75551646
Constante	20,4184369		
Écart-type est de Y	67,5310039		
R^2	0,01072266		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	95		
	MODÈLE 2 (COMPREND LE TERME D'INTERACTION)		
ACTIF	–0,0331060	0,05110259	–0,6478353
% INST	0,34667099	0,64176543	0,54018333
CONTRÔLE (20 %)	22,4335455	19,9613456	1,12384936
INTERACTION	–0,752783	0,9029539	–0,83369
Constante	13,8578867		
Écart-type est de Y	67,6396566		
R^2	0,01798372		
Nombre d'observations	99		
Degrés de liberté	94		

UNE MISE EN SCÈNE ?

CERTAINES DONNÉES LAISSENT PENSER que les institutions pratiquent l'art de la « mise en scène », c'est-à-dire qu'elles se départissent des titres ayant affiché un mauvais rendement vers la fin de leur exercice pour en acquérir d'autres qui auront plus de chance de plaire, à prime abord, à leurs clients[68]. En raison de la concordance imparfaite de nos données, évoquée précédemment, nous ne pouvons être sûrs que certaines institutions n'achètent pas, en fin d'exercice, des actions offrant un rendement élevé sur les capitaux propres et sur l'actif. En d'autres termes, il se peut que le lien de causalité n'aille pas de la surveillance exercée par les investisseurs institutionnels vers un taux de rendement plus élevé de l'actif et des capitaux propres, mais plutôt que le taux de rendement élevé de l'actif et des capitaux propres suscite une participation plus grande des investisseurs institutionnels au capital-actions de ces entreprises.

Notons toutefois qu'une partie de notre échantillon d'investisseurs institutionnels (tiré de la base de données de Fairvest) traduit la situation au début de novembre 1994. Cette date précède la fin de l'exercice de la plupart des sociétés de notre échantillon. Si la pratique de la « mise en scène » se déroule durant le quatrième trimestre (comme le laissent penser les données)[69], les participations institutionnelles provenant de la base de données Fairvest, qui ont tendance à être les plus importantes (celles qui dépassent 10 p. 100 du capital-actions d'une société), seront dans l'ensemble relativement peu touchées par le recours possible à cette pratique. C'est précisément ces participations institutionnelles qui ont la probabilité la plus élevée d'engendrer une surveillance utile des gestionnaires.

Par ailleurs, bon nombre des dates de déclaration applicables aux institutions qui figurent dans la base de données de Vickers précèdent aussi la date de fin d'exercice. Ainsi, sur 243 investisseurs institutionnels qui détenaient des actions de la société Canadien Pacifique, 101 (un peu moins de 42 p. 100) ont produit leur déclaration à une date antérieure à la fin de 1993. Ce profil de déclaration semble être assez représentatif de l'ensemble de la base de données. Par conséquent, même pour la base de données de Vickers, de nombreuses participations institutionnelles sont déclarées avant la fin du quatrième trimestre.

Ce qui est peut-être plus important, les travaux publiés jusqu'ici n'offrent qu'un soutien mitigé à l'opinion selon laquelle nous n'aurions décelé qu'une pratique de mise en scène. Lakonishok, Shleifer, Thaler et Vishny[70] ont étudié un vaste échantillon de caisses de retraite (la plupart privées) aux États-Unis pour déterminer si ces institutions pratiquaient une telle « mise en scène » pour obtenir la faveur des commanditaires du régime. En comparant les achats et les ventes de titres d'un échantillon de caisses de retraite au quatrième trimestre par rapport aux trois trimestres précédents, l'étude a révélé qu'il y aurait effectivement une part de « mise en scène ». Les données indiquent que les fonds étaient plus enclins à vendre au quatrième trimestre les titres ayant donné un mauvais rendement (les titres dont le rendement au cours de l'année

antérieure figurait dans les deux quintiles inférieurs de l'échantillon des données du CRSP, qui correspond aux entreprises dont les titres s'échangent au New York Stock Exchange, à l'American Stock Exchange ou hors cote)[71].

Cependant, les données indiquant que les investisseurs institutionnels ont tendance à accentuer la vente des titres peu performants au quatrième trimestre sont fortement mises en doute par le résultat qui montre que, de façon générale, les investisseurs institutionnels appliquent une stratégie à contre courant du marché. Après avoir examiné les données sur les transactions effectuées au cours des trois premiers trimestres, les auteurs arrivent à la conclusion suivante[72] :

> [...] en ce qui a trait aux achats, les caisses suivaient une stratégie manifestement « contraire » : par rapport à ce qui était disponible, elles ont suracheté des titres perdants [...] et elles ont sous-acheté des titres gagnants [...] En outre, du côté des ventes, les caisses de retraite ont survendu des titres gagnants par rapport à ce qu'elles détenaient dans leur portefeuille [...] mais elles ont aussi survendu des titres perdants [...][73].

L'étude Lakonishok et coll. a cependant démontré que les caisses de plus petite taille avaient une propension plus grande à se défaire des titres non performants au cours du quatrième trimestre que les caisses de plus grande taille[74].

Comme nous l'avons signalé précédemment, même s'il y a une faible preuve statistique indiquant que les caisses ont accéléré leurs *ventes* de valeurs en baisse, il y a aussi des preuves manifestes qu'elles ont accéléré leurs *achats* de ces valeurs[75]. Si, à première vue, cela semble aller contre l'intuition, les auteurs offrent néanmoins une explication plausible : la présence persistante de titres ayant donné un piètre rendement dans le passé pourrait être difficile à défendre auprès des commanditaires du régime. Mais il pourrait être moins difficile de défendre l'*achat* d'actions ayant donné un mauvais rendement *avant* d'être acquises par la caisse de retraite.

Ces données viennent confirmer, plutôt qu'infirmer, nos résultats. De façon générale, les caisses de retraite représentées dans l'échantillon ont été des investisseurs opérant à contre courant du marché : elles ont vendu des titres haussiers et acheté des titres en baisse. En supposant que le rendement des capitaux propres et le rendement de l'actif ont une corrélation positive avec le rendement des actions (qui est à la base de l'étude Lakonishok et coll.), alors les institutions qui pratiquent une stratégie d'achats/ventes « contraire » à la tendance vont *vendre*, plutôt qu'acheter, les titres qui enregistrent des taux élevés de rendement des capitaux propres et de l'actif. L'étude Lakonishok et coll. laisse penser que le recours à la pratique de la « mise en scène » ne devrait pas influer sur ce résultat parce que les ventes accélérées de titres en baisse au quatrième trimestre ont été compensées par des achats accélérés d'autres valeurs en baisse. L'incidence nette sur le solde des gagnants et des perdants dans l'ensemble du portefeuille devrait donc être minime.

Une deuxième étude de Lakonishok, Shleifer et Vishny mérite d'être signalée dans ce contexte. Dans cette étude, les auteurs ont utilisé le même échantillon de données, désagrégé en fonction de la taille, pour déterminer si les opérations sur titres des institutions donnaient lieu à une rétroaction positive (RP). Une stratégie de négociation de titres inspirée par une rétroaction positive est à l'opposé d'une stratégie « contraire ». Elle se produit lorsqu'une institution achète les titres en hausse au dernier trimestre et vend ceux qui étaient en baisse durant la même période. L'étude a fait ressortir de solides preuves d'une stratégie de RP dans les transactions sur titres visant des sociétés des deux quintiles inférieurs selon la taille, mais aucune indication d'opérations de ce genre dans les trois quintiles supérieurs.

Ces études faites à l'aide de données américaines ne font que laisser entrevoir ce qui pourrait se produire sur le marché canadien. En moyenne, les caisses de retraite canadiennes ont une taille plus petite que celles qui évoluent sur le marché américain. De plus, les actions inscrites à l'indice TSE 300 ont tendance à correspondre, pour ce qui est de la taille, à celles des deux quintiles inférieurs de l'échantillon de Lakonishok et coll. Manifestement, nous ne pouvons écarter la possibilité que la pratique de la « mise en scène » ou, de façon plus générale, des stratégies de RP dans les transactions sur titres déterminent nos résultats.

Toutefois, parce que les participations des investisseurs institutionnels ont tendance à être importantes comparativement à celles des investisseurs du marché de détail, et parce qu'il est coûteux, en temps et en argent, pour les courtiers (et leurs clients institutionnels) de fractionner les gros blocs d'actions, la plupart des transactions de titres des institutions se font avec d'autres institutions. Ainsi, il n'est pas tout à fait évident que la pratique de la « mise en scène » (ou, de façon plus générale, l'adoption de stratégies de RP dans les transactions sur titres) entraîne une augmentation importante de la part du capital-actions d'une société détenu par des investisseurs institutionnels. Pour chaque acheteur/vendeur institutionnel, il doit y avoir un vendeur/acheteur de l'autre côté pour conclure la transaction. Si l'intervenant est une autre institution qui pratique une stratégie de marché différente, ces opérations n'auront alors aucun effet sur le pourcentage du capital-actions d'une entreprise détenu par les investisseurs institutionnels.

Il est aussi probable que certains investisseurs du marché de détail pratiquent une stratégie de RP. En théorie, la RP sur ce marché pourrait être plus importante qu'au niveau des investisseurs institutionnels. Le cas échéant, la rentabilité de l'entreprise aura alors tendance à susciter une diminution plutôt qu'une augmentation de la propriété institutionnelle. Nous n'avons aucune preuve qu'il en soit ainsi, mais nous présentons ce cas comme une possibilité théorique. À tout le moins, il ne semble pas réaliste de penser que tous les achats de titres faits par les institutions à des fins de « mise en scène » (ou dans le cadre d'une stratégie de RP) seront conclus avec des vendeurs du marché de détail. Il semble aussi peu réaliste de croire que toutes les institutions s'adonnent à la pratique de la « mise en scène » (ou appliquent une stratégie de RP).

Enfin, nous signalons que nos régressions semblent confirmer en partie qu'à mesure que les participations institutionnelles gagnent en importance, le ratio cours/valeur comptable chute. Mais la pratique de la « mise en scène » devrait engendrer une demande artificielle pour certains titres, en fonction de facteurs autres que les attributs risque/rendement parce que le seul but visé est de rendre le portefeuille plus attrayant, à prime abord, aux commanditaires du régime. Cela devrait donc faire pression à la hausse sur les cours, haussant du même coup le ratio cours/valeur comptable. Nous n'avons pas observé ce résultat. Bref, nous pensons qu'il est peu probable que la pratique de la « mise en scène » ou qu'une stratégie de RP influe sur nos résultats.

Le ratio cours/valeur comptable et le capital-actions non négocié

De nombreuses sociétés canadiennes possèdent plus d'une catégorie d'actions ordinaires. Dans certains cas, une catégorie d'actions ordinaires s'échange sur le marché, tandis que l'autre ne s'échange pas. Dans le calcul du ratio cours/valeur comptable défini plus tôt, le *Financial Post* utilise la valeur comptable de *toutes* les actions ordinaires, mais seulement le prix de la catégorie d'actions négociée sur le marché. Le ratio cours/valeur comptable est donc faussé à la baisse.

De fait, il arrive souvent que les actionnaires dominants détiennent une catégorie d'actions comportant un plus grand nombre de droits de vote, que ces actions s'échangent ou non sur le marché. Lorsqu'elles sont échangées, elles commandent habituellement une prime par rapport aux actions sans droit de vote ou avec droit de vote restreint[76].

Cet écart à la baisse dans le ratio cours/valeur comptable offre une autre explication pour certains résultats des régressions où le ratio cours/valeur comptable est la variable dépendante. Notamment, ces régressions semblent indiquer que la présence d'un actionnaire dominant a une incidence négative sur le ratio cours/valeur comptable. Cela pourrait être un sous-produit de la façon dont le ratio cours/valeur comptable est calculé.

Sommaire et conclusions

Le rôle des actionnaires institutionnels

Pris globalement, ces résultats nous donnent une première confirmation empirique au Canada de l'hypothèse selon laquelle la présence d'investisseurs institutionnels hausse la valeur d'une entreprise. Il y a un rapport positif et statistiquement significatif entre le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres (deux mesures de la rentabilité couramment utilisées), d'une part, et les participations institutionnelles au capital-actions, de l'autre. Même si, dans toutes les régressions liant le ratio cours/valeur comptable aux participations

institutionnelles, le coefficient de cette dernière variable avait le mauvais signe pour soutenir l'hypothèse selon laquelle une présence institutionnelle accrue accroît la valeur de l'entreprise, aucune régression n'a fait ressortir un coefficient statistiquement significatif.

Nos données appuient aussi dans une certaine mesure l'hypothèse selon laquelle la surveillance exercée par les investisseurs institutionnels réduit le risque que les actionnaires dominants entreprennent des opérations de redistribution de la richesse. Le ratio cours/valeur comptable est la mesure de la rentabilité qui sera le plus vraisemblablement touchée par de telles opérations. Si les actionnaires institutionnels jouent un rôle utile en surveillant les incidents de redistribution, le terme d'interaction devrait alors avoir le plus d'effet lorsque la variable dépendante est le ratio cours/valeur comptable. C'est ce que nous avons observé. Le terme d'interaction avait un signe négatif et n'était pas statistiquement significatif dans les régressions du rendement de l'actif, du rendement des capitaux propres et de la croissance des ventes pour les trois variables indépendantes – la participation institutionnelle au capital-actions, le contrôle et le terme d'interaction. Mais il était positif et statistiquement significatif dans l'une des deux régressions où le ratio cours/valeur comptable était la variable dépendante et presque significatif aux niveaux habituels dans l'autre. Ces résultats confirment donc en partie l'hypothèse d'une surveillance des incidents de redistribution de la part des actionnaires institutionnels.

Dans l'ensemble, les données ont tendance à confirmer l'hypothèse selon laquelle une participation accrue des investisseurs institutionnels a un effet favorable sur la rentabilité de l'entreprise. Cela indiquerait que les investisseurs institutionnels jouent un rôle utile en surveillant les gestionnaires des entreprises et/ou les actionnaires dominants et que cette fonction de surveillance profite aux autres actionnaires.

Il est notamment intéressant de constater que le coefficient représentant le pourcentage de propriété institutionnelle soit statistiquement significatif dans de nombreuses régressions, compte tenu des « impuretés » de notre base de données sur la propriété institutionnelle. Les erreurs contenues dans la base de données réduiront vraisemblablement les chances d'observer un rapport statistiquement significatif. Comme nous l'avons indiqué précédemment, notre échantillon sur la propriété institutionnelle renferme un certain nombre d'erreurs liées à la base de données qui découlent des difficultés que nous avons eues à identifier tous les propriétaires institutionnels, ainsi que de la non-concordance dans le temps entre les deux sources de données sur la propriété institutionnelle et entre les données sur la propriété et les données comptables.

Étant donné que l'échantillon sur la propriété institutionnelle englobait les actions avec droit de vote, droit de vote restreint ou sans droit de vote, les résultats laissent penser que les institutions tirent un certain pouvoir sur les gestionnaires de sources autres que les droits de vote rattachés aux actions qu'ils détiennent. Une étude plus approfondie (en stratifiant l'échantillon

selon que les actions comportent un droit de vote, un droit de vote restreint ou aucun droit de vote) s'impose.

Parce que l'échantillon sur la propriété institutionnelle était fondé sur le pourcentage de propriété institutionnelle dans certaines catégories d'actions négociées sur le marché (où, dans certains cas, l'entreprise possédait deux catégories d'actions), les résultats montrent que les institutions tirent un certain pouvoir des participations importantes qu'elles détiennent dans une catégorie donnée d'actions. Cela mériterait aussi un examen plus approfondi, en procédant à une stratification supplémentaire de l'échantillon.

Nous devons émettre une réserve importante. Il se pourrait que nos résultats soient influencés par la pratique de la « mise en scène » ou, de façon plus générale, par une stratégie de rétroaction positive dans les transactions sur titres adoptée par les gestionnaires institutionnels. Pour les raisons énoncées précédemment, nous ne pensons pas qu'il en soit ainsi mais nous ne pouvons écarter entièrement cette possibilité.

Le rôle des actionnaires dominants

L'effet de la présence d'un actionnaire dominant sur la rentabilité de l'entreprise est un peu plus ambigu. Les données appuient assez fortement l'hypothèse voulant que la présence d'un actionnaire dominant abaisse le ratio cours/valeur comptable. Cependant, des données encore plus robustes appuient l'hypothèse selon laquelle la présence d'un actionnaire dominant entraîne un rendement plus élevé tant de l'actif que des capitaux propres, même si nous n'avons pas observé d'effet discernable pour la variable de la croissance des ventes.

Sauf pour l'absence d'un effet sur la croissance des ventes, ces résultats concordent avec nos hypothèses sur l'effet de la présence d'un actionnaire dominant sur la valeur de l'entreprise. Plus tôt, nous avons fait l'hypothèse que la présence d'un actionnaire dominant devrait se traduire par une meilleure surveillance des gestionnaires. Par ricochet, cela devrait amener une hausse du rendement de l'actif et du rendement des capitaux propres (que nous supposons ne pas être aussi sensibles aux opérations de redistribution que le ratio cours/valeur comptable). Mais sur un marché efficient, où les actionnaires dominants pratiquent régulièrement certaines formes de redistribution des bénéfices aux dépens des actionnaires non dominants, le prix des actions des entreprises où l'on retrouve des actionnaires dominants sera escompté pour tenir compte de ce risque. Le fait que le ratio cours/valeur comptable soit moins élevé lorsqu'il y a un actionnaire dominant indique que même si ces entreprises enregistrent des bénéfices plus élevés, ils sont accaparés par les actionnaires dominants.

Nous devons ici aussi faire une réserve. En raison de la façon dont le ratio cours/valeur comptable est calculé, il pourrait y avoir une tendance systématique à la baisse dans les cas où l'on retrouve un actionnaire dominant. Nos

résultats pour le ratio cours/valeur comptable sont donc plus approximatifs que ceux ayant trait au rendement de l'actif, au rendement des capitaux propres et à la croissance des ventes.

CONSÉQUENCES SUR LE PLAN DES POLITIQUES

SI LES INSTITUTIONS JOUENT EFFECTIVEMENT UN RÔLE DE SURVEILLANCE utile tant auprès des gestionnaires que des actionnaires dominants, cela donne du poids aux arguments de Black[77], Roe[78], MacIntosh[79] et d'autres qui affirment que les contraintes juridiques imposées à l'« activisme » institutionnel ont tendance à entraver une surveillance efficace. Au Canada, il existe diverses restrictions de ce genre dont beaucoup pourraient être assouplies ou supprimées sans conséquences défavorables[80]. La réglementation pourrait être améliorée de diverses façons pour promouvoir l'activisme institutionnel (notamment en adoptant la pratique des votes de confiance), et limiter la mesure dans laquelle les institutions peuvent être incitées à exercer leurs droits de vote dans le sens voulu par les gestionnaires. Nos résultats devraient suggérer aux responsables des politiques d'envisager de supprimer les contraintes juridiques coûteuses et/ou peu efficaces et d'adopter des mesures visant à faciliter l'intervention des investisseurs institutionnels au niveau de la régie d'entreprise.

Quelles sont les conséquences de nos résultats sur le plan des politiques du point de vue des actionnaires dominants ? Si ces résultats semblent concorder avec notre hypothèse selon laquelle les actionnaires dominants à la fois surveillent les gestionnaires et s'adonnent à des activités redistributives, les preuves recueillies sont loin d'être concluantes. En outre, comme nous l'avons déjà signalé, Morck et Stangeland ont observé que tous les types d'actionnaires dominants n'ont pas le même effet sur la valeur de l'entreprise. Il importe donc de stratifier davantage les données sur les actionnaires dominants pour préciser l'effet des différents groupes d'actionnaires dominants sur la valeur de l'entreprise. Par conséquent, nous ne tirons à cet égard aucune conclusion spécifique sur le plan des politiques.

Mais en supposant que les actionnaires dominants se livrent à des activités de redistribution de la richesse au détriment des actionnaires minoritaires, cela ne veut pas forcément dire que nous devons intervenir sur les marchés (par exemple, en imposant un contrôle rigoureux sur les transactions entre apparentés). Aussi longtemps que les actionnaires sont pleinement conscients des risques de pratiques prédatoires de la part d'actionnaires dominants et que le cours des actions en tient compte, les entreprises contrôlées devraient obtenir des rendements normaux.

On peut soutenir qu'il y a risque qu'une entreprise non contrôlée soit acquise par un actionnaire dominant, ce qui infligerait des pertes imprévues aux actionnaires. Mais deux facteurs atténuants pourraient jouer ici. Dans une économie où le contrôle est la norme plutôt que l'exception, il se peut que

le cours des actions des entreprises non contrôlées intègre déjà un escompte pour ce risque. En outre, toutes les opérations axées sur le contrôle ne comportent pas le même risque pour les actionnaires. Une offre d'achat visant la totalité ou une partie des actions est la forme qui présente le moins de risque, étant donné que les actionnaires peuvent pleinement profiter de la prime offerte s'ils le désirent, évitant ainsi le risque d'un pillage ou d'une expropriation subséquente.

Une prise de contrôle partielle présente, en apparence, des risques un peu plus grands. Le prix implicite ultérieur (c'est-à-dire, le prix du marché après l'événement) est presque invariablement inférieur au prix d'offre initial. Certains ont fait valoir que cela oblige les actionnaires à déposer leurs actions[81]. S'il y a risque d'une redistribution de la richesse après l'acquisition du contrôle d'une société, cela aura pour effet d'accentuer l'effet de coercition. La prise de contrôle pourra réussir même si les actionnaires, globalement, y perdent; l'actionnaire dominant pourra ainsi profiter de l'acquisition du contrôle de la société en adoptant par la suite une stratégie de redistribution de l'actif en sa faveur. Un changement de contrôle privé où la redistribution (« pillage ») est le motif de l'opération pourrait, de la même façon, réduire la richesse des actionnaires sans offrir d'avantages en contrepartie sur le plan de l'efficience.

Nous signalons toutefois que la redistribution requise pour rendre une stratégie de pillage profitable doit forcément atteindre un certain ordre de grandeur, ce qui provoquera vraisemblablement une intervention juridique (ou administrative). Nous tenons aussi à signaler que les données sur les États-Unis permettent de douter de la fréquence à laquelle les investisseurs prendront le contrôle d'une entreprise aux fins de procéder à une redistribution de la richesse. Outre les données de Holderness et Sheehan (présentées ci-dessus), Barclay et Holderness ont observé que les changements de contrôle privés avaient tendance à profiter de façon significative aux actionnaires minoritaires[82]. Certaines données sembleraient aussi réfuter la théorie selon laquelle les prises de contrôle partielles ont un effet de coercition[83]. Une étude plus approfondie du rôle des actionnaires dominants sur les marchés canadiens est manifestement requise.

NOTES

1 Adolf A. Berle, Jr et Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Co., New York, 1932.

2 Michael Jensen et William Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, p. 305.

3 À l'exception notable de Demsetz, qui suppose que la structure de propriété optimale est déterminée de façon endogène par une variété de facteurs qui

peuvent varier d'une entreprise et d'un secteur à l'autre. Selon lui, il ne devrait donc pas y avoir de rapport entre la structure de propriété et le rendement de l'entreprise. Voir Harold Demsetz, « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law & Economics*, vol. 26, 1983, p. 375.

4 Voir, par exemple, Michael C. Jensen, « The Takeover Controversy: Analysis and Evidence », paru dans *Knights, Raiders and Targets: The Impact of the Hostile Takeover*, ouvrage publié sous la direction de John C. Coffee Jr et coll., Oxford University Press, New York, 1988, p. 314.

5 Stulz a élaboré le fondement théorique de l'hypothèse selon laquelle la valeur de l'entreprise aura tendance à diminuer à mesure qu'augmente la part du capital-actions détenue par les gestionnaires en raison d'une probabilité réduite de prise de contrôle. Selon le modèle de Stulz, à mesure qu'augmente la part de la propriété détenue par les gestionnaires, la prime qu'un acquéreur éventuel serait prêt à verser pour acquérir le contrôle de l'entreprise s'élève, alors que la probabilité qu'une offre soit faite diminue. Lorsque la part de la propriété détenue par les gestionnaires atteint 50 p. 100, la probabilité d'une OPA hostile tombe à zéro et la valeur de l'entreprise atteint un minimum. Voir Rene Stulz, « Managerial Control of Voting Rights, Financial Policies, and the Market for Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 25. Morck et coll. ont fait l'hypothèse (comme Jensen et Meckling, *supra*, note 2) qu'une concentration plus grande de la propriété aux mains des gestionnaires fera coïncider les intérêts de ces derniers avec ceux des actionnaires tout en réduisant (comme le fait valoir Stulz) la probabilité d'une tentative de prise de contrôle. Voir Randall Morck, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293.

6 Un court résumé de la théorie et des données est présenté dans l'exposé de Randall K. Morck, « On the Economics of Concentrated Ownership », produit pour la conférence de l'Institut C.D. Howe tenue les 10 et 11 février 1994 et intitulée *Canadian Corporate Governance: An Interdisciplinary Perspective*.

7 Les études sur cette question ont été résumées dans l'article de Vijay Jog et Ajit Tulpule, « Control and Performance: Evidence from the TSE 300 », publié dans le présent ouvrage.

8 Randall Morck, Andrei Shleifer et Robert W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293.

9 J. J. McConnell et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 595.

10 Karen Hopper Wruck, « Equity Ownership Concentration and Firm Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 23, 1988, p. 3.

11 Voir, par exemple, Michael J. Barclay et Clifford G. Holderness, « Private Benefits From Control of Public Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 25, 1989, p. 371; Michael J. Barclay et Clifford G. Holderness, « Negociated Block Trades and Corporate Control », *Journal of Financial Economics*, vol. 46, 1991, p. 861.

12 Morck et coll., *supra*, note 4, p. 309 et 310, interprètent ce résultat de la façon suivante :

> Cela indique que les administrateurs de l'extérieur, à l'instar des dirigeants, réagissent aux stimulants financiers et contribuent davantage à la richesse de l'entreprise à mesure que leur participation au capital-actions augmente. En outre, on peut penser que les administrateurs de l'extérieur ont la possibilité de se maintenir en poste. Puisque les administrateurs de l'extérieur sont probablement moins en mesure que les dirigeants de profiter des privilèges qu'offre l'entreprise, l'incrustation des membres du conseil d'administration prend peut-être la forme d'un déploiement non contrôlé de la richesse de l'entreprise dans des projets que le conseil, mais non nécessairement le marché, considère souhaitable. Enfin, cette interprétation indiquerait aussi que, dans le cas des administrateurs de l'extérieur (comme pour les hauts dirigeants) l'effet de la convergence des intérêts domine à un niveau de propriété très élevé.

13 La déconfiture du marché des obligations de pacotille a aussi eu un effet significatif sur la capacité des acquéreurs éventuels de mener à terme des acquisitions hostiles, bien qu'au moment où le présent ouvrage était rédigé, ce marché connaissait un regain marqué.

14 L'utilisation des pilules empoisonnées est régie par les tribunaux, limitant la marge de manœuvre des gestionnaires qui voudraient abuser de ce moyen pour protéger leurs intérêts. Même si ces mesures constituent des mécanismes imparfaits aux fins de protéger les acquis des gestionnaires, les données laissent penser que ces derniers peuvent, en réalité, utiliser les pilules empoisonnées pour promouvoir leurs intérêts, plutôt que ceux des actionnaires. Voir les articles de Jeffrey G. MacIntosh, « Poison Pills in Canada: A Reply to Dey and Yalden », *Revue canadienne de droit du commerce*, vol. 17, 1991, p. 323; « The Poison Pill: A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », *Revue canadienne de droit du commerce*, vol. 18, 1989, p. 276; et « Are Poison Pills Good for Shareholders ? The Empirical Evidence », *Corporate Governance Review*, vol. 6, n° 6, 1994, p. 2.

15 Voir les articles cités dans *ibidem*.

16 Voir, par exemple, les jugements suivants : *347883 Alberta Ltd. c. Producers Pipelines Ltd.*, 1991, 80 D.L.R. (4e) 359 (Cour d'appel de la Saskatchewan);

Remington Energy Ltd. c. Joss Energy Ltd., non publié, Cour du Banc de la Reine de l'Alberta, selon le juge Fraser, 17 décembre 1993; *Re MDC Corporation and Regal Greetings & Gifts Inc.*, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 13 octobre 1994; et *Re Lac Minerals Ltd.*, Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, 13 octobre 1994.

17 Randall Morck et David A. Stangeland, « Corporate Performance and Large Shareholders », document de travail nº 4-94, Institute for Financial Research, Faculté d'administration des affaires, Université de l'Alberta.

18 De fait, cette classification est trop simple puisqu'il y a souvent divergence au niveau des facteurs d'incitation, même à l'intérieur de ces catégories. Ainsi, les caisses de retraite publiques et privées sont soumises à des stimulants passablement différents pour ce qui est de leur participation à la régie d'entreprise.

19 Ces facteurs ont été examinés attentivement dans les nombreux ouvrages publiés aux États-Unis sur les actionnaires institutionnels et ont été résumés dans l'exposé de Jeffrey G. MacIntosh, « Institutional Investors and Corporate Governance in Canada », produit pour la conférence de l'Institut C. D. Howe intitulée *Canadian Corporate Governance: An Interdisciplinary Perspective*, tenue les 10 et 11 février 1994, (à paraître dans la *Revue canadienne du droit de commerce*).

20 Morck et coll., *supra*, note 5, p. 310.

21 Voir, par exemple, Clifford P. Holderness et Dennis P. Sheehan, « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 317.

22 Cela est prévu, notamment, dans la *Loi régissant les sociétés par actions de régime fédéral*, SRC, 1985, ch.. C-44 (LRSARF), par exemple en rapport avec une fusion [par. 183(3)], la vente de la totalité ou d'une partie importante des éléments d'actif de la société [par. 183(5)] et la poursuite des activités de la société dans une autre sphère de compétence [par. 188(4)].

23 Comme c'est le cas dans la LRSARF, par exemple (avec certaines réserves) en rapport avec une fusion [par. 183(4)], la vente de la totalité ou d'une partie importante des éléments d'actif de la société [par. 189(6)] et les modifications aux statuts constitutifs (art. 176) de la société.

24 Les personnes apparentées englobent les administrateurs, les dirigeants et les actionnaires importants.

25 Voir, de façon générale, «Note on Statutory and Judicial Voting Entitlements », paru dans *Cases and Materials on Partnerships and Canadian Business Corporations*, ouvrage publié sous la direction de Jacob S. Ziegel, 3e édition, Carswell, Toronto, 1995.

26 Voir, de façon générale, Jeffrey G. MacIntosh, « Minority Shareholder Rights in Canada and England: 1860-1987 », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 27, 1989, p. 561.

27 Voir Philip Anisman, « The Commission as Protector of Minority Shareholders », paru dans *Special Lectures of the Law Society of Upper Canada, 1989:*

Securities Law in the Modern Financial Marketplace, Richard De Boo, Toronto, 1989, p. 451; et Jeffrey G. MacIntosh, « Corporations », paru dans *Law Society of Upper Canada, Special Lectures, 1990: Fiduciary Duties*, Thomson Professional Publishing Canada, Toronto, 1990, p. 189.

28 Voir notamment Ronald Gilson, « The Case Against Shark Repellant Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept », *Stanford Law Review*, vol. 34, 1982, p. 775.

29 *Supra*, note 6.

30 *Supra*, note 17.

31 R. Daniels et P. Halpern, « The Canadian Quandary: Accounting for the Survival of the Closely Held Corporation », exposé produit pour la conférence de l'Institut C.D. Howe intitulée *Canadian Corporate Governance: An Interdisciplinary Perspective*, tenue les 10 et 11 février 1994 (à paraître dans la *Revue canadienne du droit de commerce*).

32 Holderness et Sheehan, *supra*, note 21.

33 Au cours de la période débutant 20 jours avant la transaction et se terminant 10 jours après celle-ci, Holderness et Sheehan ont constaté une augmentation statistiquement significative de 12,8 p. 100 de la valeur des actions échangées sur le marché. *Ibidem*.

34 Les actionnaires dominants pourraient utiliser leur pouvoir de contrôle pour imposer aux gestionnaires des procédures comptables ayant pour effet d'abaisser le revenu déclaré et de réduire le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres. Ils pourraient agir ainsi pour masquer l'importance réelle des bénéfices de l'entreprise et en faciliter la redistribution à leur intention, au détriment des actionnaires minoritaires. On pourrait donc penser que la présence d'un actionnaire dominant risque d'influer négativement sur le rendement de l'actif et le rendement des capitaux propres. Mais nous croyons que cela est peu probable. Sur le plan empirique, le marché semblerait s'ajuster sans biais aux changements apportés aux méthodes comptables. Si c'est le cas, l'influence exercée sur le choix des méthodes comptables ne permettra pas aux actionnaires dominants de dissimuler leurs déprédations.

35 R. Morck et D. Stangeland, « Corporate Performance and Large Shareholders: An Empirical Analysis », *supra*, note 17; Morck et coll., *supra*, note 5. Voir aussi B. Johnson, R. Magee, N. Nagarajan et H. Newman, « An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Managerial Labour Market », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 7, 1985, p. 151.

36 Morck et Stangeland, *supra*, note 17.

37 Holderness et Sheehan, *supra*, note 21.

38 Un actionnaire dominant « nomme » indirectement les gestionnaires parce qu'il a la capacité d'élire une majorité d'administrateurs. Les administrateurs sont ceux qui, officiellement, nomment les dirigeants.

39 Holderness et Sheehan, *supra*, note 21.

40 Bernard S. Black, « Shareholder Passivity Reexamined », *Michigan Law Review*, vol. 89, 1990, p. 520. Dans le contexte canadien, voir l'article de MacIntosh, « Institutional Investors and Corporate Governance in Canada », *supra*, note 19.

41 James A. Brickley, Ronald C. Lease et Clifford W. Smith, Jr, « Ownership Structure and Voting on Anti-takeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 267.

42 Agrawal et Mandelker, « Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments », *Journal of Finance & Quantitative Analysis*, vol. 25, 1990, p. 143.

43 *Ibidem.*

44 McConnell et Servaes, *supra*, note 9. Voir, de façon générale, Bernard S. Black, « The Value of Institutional Investor Monitoring: The Empirical Evidence », *U.C.L.A. Law Review*, vol. 39, 1992, p. 986.

45 MacIntosh, *supra*, note 19.

46 *Ibidem.*

47 *Ibidem.* Cela pourrait bien être attribuable au déplacement des soldes bancaires vers les fonds communs de placement du marché monétaire plutôt qu'à un déplacement des fonds communs de placement diversifiés vers des instruments autres que des actions.

48 Voir MacIntosh, « Institutional Investors and Corporate Governance in Canada », *supra*, note 19; Jeffrey G. MacIntosh, « The Role of Institutional and Retail Shareholders in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 32, 1994, p. 371; R. J. Daniels et E. J. Waitzer, « Challenges to the Citadel: A Brief Overview of Recent Trends in Canadian Corporate Governance », *Revue canadienne de droit du commerce*, vol. 23, 1994, p. 23; K. E. Montgomery, « Survey of Institutional Shareholders », *Corporate Governance Review*, vol. 4, nº 4, 1992, p. 5; Kathryn E. Montgomery, « Shareholder Activism in Canada: A Survey of Institutional Shareholders », document de travail nº NC 92-014-B, École d'administration des affaires, Université Western Ontario.

49 *Ibidem.*

50 Les caisses de retraite publiques voudront éviter d'attirer l'attention pour ne pas s'exposer à un ressac politique. Voir, par exemple, Mark J. Roe, « A Political Theory of American Corporate Finance », *Columbia Law Review*, vol. 91, 1991, p. 10.

51 Voir MacIntosh, *supra*, note 48.

52 Voir MacIntosh, *ibidem.*

53 Voir MacIntosh, *supra*, note 48, qui présente un certain nombre de propositions de réforme des lois canadiennes afin de permettre aux institutions de jouer un rôle plus actif.

54 John Pound, « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 237.

55 Brickley, Lease et Smith, *supra*, note 41.

56 Voir, par exemple, Michael E. Porter, « Capital Choices: Changing the Way America Invests in Industry », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, n° 2, 1992, p. 4.

57 Au sujet des données américaines, voir Securities and Exchange Commission, Office of the Chief Economist, « Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments », 19 avril 1985. Au sujet des données canadiennes, voir Lewis D. Johnston et Bohumir Pazderka, « Firm Value and Investment in R&D », *Managerial and Decision Economics*, vol. 14, 1993, p. 15.

58 Voir Morck et Stangeland, *supra*, note 17; voir aussi Holderness et Sheehan, *supra*, note 21.

59 MacIntosh, *supra*, note 48.

60 Voir l'Instruction générale canadienne n° 39.

61 La base de données de Vickers précise la catégorie d'actions détenue mais n'indique pas si celle-ci comporte un droit de vote ou non. Connaissant l'identité de la catégorie d'actions détenue par les investisseurs institutionnels, il aurait été possible de déterminer le pouvoir de votation rattaché aux actions. Cependant, nous n'avons pu le faire dans le cadre de notre étude en raison de contraintes de temps et de ressources.

62 Dans la suite que nous donnerons à la présente étude, nous espérons pouvoir départager l'échantillon en fonction des droits de vote associés aux participations des investisseurs institutionnels afin de préciser celles qui offrent aux institutions le plus grand pouvoir d'intervention auprès des gestionnaires.

63 La plus grande source de sensibilité des gestionnaires au prix des actions provient non des options ou des bonis qu'ils reçoivent, mais des blocs d'actions qu'ils possèdent. Voir Michael C. Jensen et Kevin J. Murphy, « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990, p. 225. Même si Jensen et Murphy démontrent que la rémunération des gestionnaires n'est pas très sensible au rendement, les actions que possède ce groupe pourraient très bien les inciter à surveiller l'évolution du prix des actions.

64 Dans le cas de Canada Malting, deux sociétés actionnaires (John Labatt et Molson Brewing) détenaient, chacune, tout juste moins de 20 p. 100 des actions ordinaires. Même si des indices laissent penser que ces deux actionnaires ont agi de concert à l'égard de certaines décisions de l'entreprise, nous n'étions pas prêts à supposer qu'ils le feraient toujours. Incidemment, un désaccord entre les deux actionnaires entraînerait l'annulation des votes de l'un par l'autre. Nous avons donc classé cette société parmi celles qui n'étaient pas assujetties à un contrôle.

65 Les données indiquent que les entreprises de plus petite taille ont des rendements corrigés pour le risque plus élevés que les grandes entreprises (l'effet de « petite entreprise »). Il y a aussi des indications à l'effet que ces entreprises ont des ratios cours/valeur comptable moins élevés. Voir, par

exemple, Avner Arbel, « Generic stocks: An old product in a new package », *Journal of Portfolio Management*, été 1985, p. 4. Certaines données laissent aussi penser que les ratios cours/valeur comptable permettent de prédire le rendement pour les actionnaires. Voir, de façon générale, Eugene F. Fama, « Efficient Capital Markets: II », *Journal of Finance*, vol. 46, 1991, p. 1575. Nous avons jugé prudent de neutraliser l'effet lié à la taille dans les diverses mesures comptables de la rentabilité analysées dans ce qui suit.

66 Voir, de façon générale, E. Lindenberg et S. Ross, « Tobin's Q Ratio and Industrial Organization », *Journal of Business*, vol. 54, 1981, p. 1.

67 Stephen A. Ross et Randolph W. Westerfield, *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis (Mo.), 1988, p. 41.

68 Voir, par exemple, J. Lakonishok, A. Shleifer, R. Thaler et R. Vishny, « Window Dressing by Pension Fund Managers », *American Economic Review*, vol. 81, 1991, p. 227.

69 Lakonishok, *ibidem*.

70 *Ibidem*.

71 Il faut souligner toutefois que l'étude n'a pas permis de rejeter l'hypothèse nulle, à savoir qu'il n'y a pas de différence entre l'intensité de vente des titres perdants entre les trois premiers trimestres et le quatrième trimestre (le coefficient statistique *t* n'était que de 1,75 pour ce qui est de l'écart des moyennes). Voir, *ibidem*, p. 230.

72 *Ibidem*, p. 230.

73 Voir J. Lakonishok, A. Shleifer et R.W. Vishny, « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 1992, p. 23 (qui constatent que les investisseurs institutionnels ont tendance à pratiquer une stratégie « contraire » sur le marché).

74 *Ibidem*, p. 231.

75 Dans ce cas, le coefficient statistique *t* pour l'écart dans les moyennes d'un indicateur de l'intensité des achats était de 5,47, ce qui permet de rejeter l'hypothèse nulle de l'absence d'écart entre les moyennes. Il faut également noter que même s'il y avait certains indices montrant que les caisses de retraite avaient ralenti leurs ventes des valeurs en hausse, cette observation n'était pas statistiquement significative. *Ibidem*, p. 230.

76 Vijay M. Jog et Allan L. Riding, « Market Reactions of Return, Risk, and Liquidity to the Creation of Restricted Voting Shares », *Revue canadienne des sciences de l'administration*, mars 1989, p. 62.

77 *Supra*, note 40.

78 *Supra*, note 50.

79 *Supra*, note 48.

80 *Ibidem*.

81 Voir, de façon générale, MacIntosh, 1989, *supra*, note 14.

82 « Negociated Block Trades and Corporate Control », *supra*, note 11.

83 Ces données sont résumées dans MacIntosh, « The Poison Pill: A Noxious Nostrum for Canadian Shareholders », 1889, *supra*, note 14.

Michel Patry
École des Hautes études commerciales
et CIRANO

et

Michel Poitevin
Département de sciences économiques
Université de Montréal
CRDE et CIRANO

9

Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas de meilleurs actionnaires ?

INTRODUCTION

L'ATTENTION CROISSANTE ACCORDÉE AUX RÉGIMES DE RÉGIE et à leurs effets sur le rendement des entreprises a suscité un débat soutenu et intéressant où les investisseurs institutionnels occupent souvent l'avant-scène. Certains voudraient que les banques, les fonds communs de placement et les caisses de retraite jouent un rôle plus actif et plus efficace en vue de surveiller les gestionnaires, allant même jusqu'à guider les entreprises sur certaines questions.

Le succès apparent des entreprises japonaises et allemandes a nourri cet intérêt à l'égard des systèmes de régie et du rendement des entreprises et en a incité plusieurs à affirmer que le Canada et les États-Unis devraient envisager de modifier leurs systèmes de régie d'entreprise de manière à ce qu'ils favorisent les partenariats à long terme, au dépens de la liquidité. De nombreux universitaires[1] ont fait valoir que le rôle limité joué par les investisseurs institutionnels en Amérique du Nord était attribuable à des obstacles juridiques et institutionnels. L'approche que nous retenons est quelque peu différente dans la mesure où nous centrons notre attention sur deux déterminants de l'activisme des investisseurs institutionnels : leur propre régie et structure organisationnelle.

Nous nous sommes intéressés plus particulièrement aux fonds communs de placement et aux caisses de retraite en posant la question suivante : Les gestionnaires des fonds communs de placement et des caisses de retraite sont-ils incités à exercer une surveillance et une influence sur les gestionnaires des entreprises dans lesquelles ils investissent ? Peuvent-ils effectivement exercer une surveillance et une influence sur la politique des entreprises ? Sur quel rapport coûts-efficacité s'appuient leurs décisions ? Enfin, comment pouvons-nous amener les investisseurs institutionnels à être des partenaires plus actifs ?

Pour répondre à ces questions, nous présentons d'abord un aperçu du rôle et de la structure informationnelle des contrats financiers. Nous examinons

comment les mécanismes de sortie et d'intervention fonctionnent en vue de contrôler le comportement des gestionnaires. Cela est suivi d'une brève description de la place qu'occupent les investisseurs institutionnels. Puis, nous faisons un examen du système de régie et de l'organisation interne des fonds communs de placement et des caisses de retraite, en analysant leurs effets sur le niveau de surveillance et d'influence exercé sur les activités des entreprises. Enfin, nous présentons une évaluation critique de certaines propositions visant à améliorer la régie des entreprises canadiennes.

LA NÉCESSITÉ DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE

DANS CETTE PARTIE, NOUS PRÉSENTONS UN APERÇU DU RÔLE et des fonctions des marchés financiers dans les économies capitalistes modernes. Elle comprend quatre sections. Dans la première, nous examinons le rôle des marchés financiers dans l'économie moderne. La deuxième section porte sur les lacunes des marchés financiers; nous y présentons des données montrant que ces lacunes sont réelles. La troisième section traite de la réaction « institutionnelle » à ces lacunes, à savoir l'émergence des contrats. Enfin, la dernière section est consacrée à un examen de la régie des contrats financiers et des objectifs et problèmes connexes.

LE RÔLE DES MARCHÉS FINANCIERS

LES ENTREPRISES ET LES MÉNAGES ÉVOLUENT dans un contexte économique incertain par définition. Ces agents sont fortement incités à se prémunir contre les risques et à atténuer les fluctuations de leur revenu. Nous avons besoin d'assurance lorsque nous risquons de subir des pertes imprévues, tandis que le besoin de régularisation se pose lorsque nous prévoyons que notre revenu variera dans le temps. Ainsi, une entreprise pourrait vouloir s'assurer contre le risque de change si elle fait affaire dans un pays étranger; elle pourrait aussi vouloir régulariser son revenu si son secteur d'activité connaît des fluctuations saisonnières. Enfin, un ménage pourrait vouloir s'assurer contre les pertes possibles liées aux accidents ou au chômage tout en cherchant à régulariser son revenu sur l'ensemble de la période active de tous ses membres et après, au cours de la retraite.

Dans une économie où il existe des marchés contingents, c'est-à-dire des marchés permettant de parer aux éventualités, la demande d'assurance et de régularisation pourra être entièrement satisfaite. Mais en raison de coûts de transaction prohibitifs, de tels marchés n'existent pas dans bien des cas. On peut donc affirmer que les marchés financiers sont apparus pour pallier à l'absence de marchés pour certaines éventualités. Si les agents ne peuvent transférer des biens et des services entre toutes les régions et tous les États du monde, comme ils pourraient le faire en présence de tels marchés, des instruments financiers complexes leur permettront de transférer les revenus dans le temps et d'une région à l'autre du monde.

Si les marchés financiers fournissent uniquement de l'assurance et une régularisation du revenu, pourquoi sont-ils alors si souvent associés à la croissance et à l'investissement ? Il est facile de rapprocher cette vision des marchés financiers avec celle présentée précédemment. Supposons qu'une entreprise veuille faire un investissement important et coûteux. En l'absence de marchés financiers, l'entreprise devrait alors obtenir son financement sous la forme de capitaux de risque ou de crédits auprès de ses fournisseurs. Dans les deux cas, cela impose des risques élevés à la partie qui assure le financement. Des marchés financiers efficients étaleront ces risques sur un grand nombre d'investisseurs. Cette diversification réduit le coût financier de l'investissement et, partant, elle favorise l'investissement et la croissance. Cela explique pourquoi les marchés financiers évolués sont la principale source de croissance et d'investissement.

Comme pour la plupart des marchés, les marchés financiers ont acquis une structure où un palier d'intermédiaires assure la liaison entre acheteurs et vendeurs de titres. Selon les théories classiques de l'intermédiation financière, ces intervenants permettent d'harmoniser divers horizons temporels (certains acheteurs peuvent préférer des titres à court terme, tandis que les vendeurs sont plus intéressés à émettre des titres à long terme) et de jumeler un grand nombre de petits acheteurs pour répondre aux besoins de quelques gros vendeurs. Nous affirmons que le rôle des intermédiaires financiers a une importance capitale lorsque les marchés financiers comportent des imperfections.

IMPERFECTIONS DES MARCHÉS FINANCIERS

UN TITRE FINANCIER EST UNE PROMESSE DE VERSER dans l'avenir un rendement financier préalablement établi en échange de l'avance immédiate d'un montant donné. Certains titres de créance, par exemple les obligations et les prêts, promettent un rendement fixe déterminé, alors que d'autres, comme les actions, promettent un flux de dividendes non déterminé. D'autres titres encore sont plus complexes et peuvent promettre un rendement combinant celui de ces formes primaires de titres et même, dans certains cas, un rendement fondé sur ces titres primaires (produits dérivés).

En quoi consisterait une attente raisonnable si les marchés financiers étaient complets et parfaits ? Si ces marchés pouvaient offrir à la fois assurance et régularisation, les bénéfices ou la consommation des agents seraient assez constants dans le temps ou, du moins, seraient en corrélation parfaite parce qu'il y aurait diversification de tous les risques singuliers et que, globalement, les risques serait partagés entre tous les agents. Pourtant, même un examen sommaire des données macro-économiques révèle qu'il n'y a pas diversification parfaite des risques individuels des agents.

Aux tableaux 1 et 2, on peut voir les sources et les utilisations des fonds des sociétés non financières au Canada et aux États-Unis. Un examen de ces tableaux indique que les marchés financiers n'offrent pas une assurance et une

régularisation complètes. Deux éléments qui ressortent de ces tableaux méritent un commentaire. D'abord, le financement des investissements à l'aide de fonds internes augmente en période de récession. Puis, les ressources financières excédentaires, mesurées par le changement observé dans les titres négociables, augmentent en période d'expansion. Nous faisons valoir qu'il n'en serait pas ainsi si les marchés financiers étaient parfaits.

Supposons que les bénéfices des entreprises sont moins élevés en période de récession qu'en période d'expansion. Des marchés financiers parfaits devraient alors acheminer les capitaux vers les entreprises durant les récessions et vers les investisseurs au cours des périodes d'expansion. Les données contredisent clairement cette hypothèse. Les entreprises utilisent davantage

TABLEAU 1

SOURCES ET UTILISATIONS DES FONDS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES AU CANADA

		SOURCES		UTILISATIONS	
ANNÉE	TOTAL (EN MILLIARDS DE $)	INTERNE (%)	EXTERNE (%)	IMMOBILISATIONS (%)	ACTIF FINANCIER (%)
1969	11,1	60,7	39,3	87,4	12,6
1970*	10,3	68,3	31,7	91,5	8,5
1971	14,3	52,7	47,3	77,8	22,2
1972	14,8	58,8	41,2	83,6	16,4
1973	19,7	53,3	46,7	79,9	20,1
1974	28,1	42,4	57,6	73,0	27,0
1975	24,1	55,0	45,0	70,7	29,3
1976	27,6	60,8	39,2	76,9	23,1
1977	30,1	56,2	43,8	64,2	35,8
1978	42,0	43,9	56,1	52,5	47,5
1979	57,2	40,6	59,4	60,5	39,5
1980*	60,4	44,4	55,6	62,1	37,9
1981	75,2	29,7	70,3	59,1	40,9
1982*	32,1	58,3	41,7	79,2	20,8
1983	40,4	77,0	23,0	79,0	21,0
1984	59,9	64,5	35,5	69,3	30,7
1985	66,0	67,1	32,9	71,5	28,5
1986	72,7	56,7	43,3	68,0	32,0
1987	84,0	59,0	41,0	68,0	32,0
1988	93,2	55,5	44,5	74,8	25,2
1989	105,9	48,3	51,7	80,8	19,2
1990*	81,4	54,1	45,9	85,5	14,5
1991	69,8	58,9	41,1	88,4	11,6
1992	66,2	63,0	37,0	82,5	17,5

NOTA : * Creux de la récession.

SOURCE: : Tableaux A.213-22/04 et E.3-2/04, « Sources et utilisations des fonds des sociétés non financières », *Statistiques financières de l'OCDE*, 1977 et 1994.

TABLEAU 2

SOURCES ET UTILISATIONS DES FONDS DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES AUX ÉTATS-UNIS

	SOURCES			UTILISATIONS		
ANNÉE	TOTAL (EN MILLIARDS DE $)	INTERNE (%)	EXTERNE (%)	TOTAL (EN MILLIARDS DE $)	IMMOBILISATIONS (%)	ACTIF FINANCIER (%)
1948	29,4	67,0	33,3	25,6	80,9	19,5
1949*	20,5	97,6	2,4	18,4	81,0	19,0
1950	42,6	43,4	56,3	40,4	59,4	40,6
1951	36,9	56,4	43,6	37,9	80,7	19,5
1952	30,2	74,5	25,8	30,0	84,7	15,3
1953	28,6	78,0	21,7	28,5	91,9	8,1
1954*	29,8	81,9	18,1	28,1	82,9	17,4
1955	53,4	56,0	43,8	49,1	66,2	33,6
1956	45,1	66,7	33,5	41,1	90,5	9,7
1957	43,5	73,6	26,4	40,0	89,3	10,5
1958*	42,2	72,7	27,5	38,5	72,2	28,1
1959	56,6	64,3	35,7	52,1	72,9	27,3
1960*	48,2	74,5	25,7	41,8	90,4	9,3
1961	55,8	66,1	33,9	50,7	72,0	28,0
1962	60,6	71,3	28,7	56,2	77,9	22,2
1963	68,5	68,6	31,5	60,3	73,8	26,0
1964	74,2	70,5	29,5	64,9	77,2	23,0
1965	92,7	63,8	36,2	83,4	73,9	26,1
1966	99,0	63,9	36,1	92,0	81,8	18,2
1967	94,9	67,7	32,3	87,6	81,3	18,7
1968	114,0	57,7	42,4	106,2	71,0	29,0
1969	116,0	56,2	43,8	115,0	72,4	27,6
1970*	101,8	61,7	38,3	97,9	80,9	19,1
1971	127,4	58,6	41,4	121,8	69,9	30,1
1972	153,4	56,3	43,7	145,1	65,5	34,5
1973	215,2	25,0	56,4	189,7	62,7	37,3
1974	179,0	49,9	47,9	191,1	72,5	27,5
1975*	155,3	80,4	19,6	153,4	73,2	26,8
1976	214,6	66,2	33,8	210,4	74,6	25,4
1977	259,3	63,7	36,3	242,2	74,2	25,8
1978	314,1	58,0	42,0	324,7	66,8	33,2
1979	326,0	60,6	39,4	368,1	64,7	35,3
1980*	324,8	61,6	38,4	342,1	71,2	26,8
1981	375,8	63,7	36,3	383,6	74,7	25,3
1982*	298,5	81,2	18,8	303,5	84,5	15,5
1983	420,3	68,0	32,0	385,8	70,2	29,8
1984	492,6	68,3	31,7	502,7	73,7	26,3
1985	459,2	76,7	23,3	435,3	78,6	21,4
1986	492,2	72,6	27,4	454,3	73,0	27,0
1987	474,1	74,4	25,6	436,6	82,7	17,3

NOTA : * Creux de la récession.

SOURCE : Données provenant du conseil des gouverneurs du *Federal Reserve System*, 1990.

leurs fonds internes durant les récessions et accumulent des ressources financières excédentaires en période d'expansion – ce qui est exactement à l'opposé de la situation que produiraient des marchés financiers parfaits. Cela montre que les agents ne peuvent s'assurer et régulariser parfaitement leur consommation. Ils doivent compter sur leurs ressources internes lorsque les capitaux sont difficiles à obtenir et constituer des réserves financières en période de prospérité, plutôt que de rembourser aux investisseurs les capitaux qu'ils avaient dû emprunter lorsque les temps étaient difficiles.

Les sources d'imperfection des marchés financiers sont le manque d'information des investisseurs et le manque d'engagement des gestionnaires à leur égard. Ces problèmes se posent à cause de la séparation qui existe entre la propriété et le contrôle. Les travaux théoriques récents ont mis l'accent sur trois grands problèmes : le risque moral, l'antisélection et l'engagement incomplet.

Nous illustrons ces problèmes d'information et d'engagement au moyen de l'exemple simple qui suit. Un investisseur est à la recherche d'occasions de faire des bénéfices tandis qu'un entrepreneur a un projet qui pourrait être lucratif. L'entrepreneur dispose de renseignements confidentiels au sujet de la qualité ou de la rentabilité de son projet, laquelle dépend de l'effort qu'il y consacrera, entre autres choses. De plus, il s'agit d'un projet de longue durée et l'entrepreneur pourrait devoir le refinancer éventuellement si les bénéfices sont peu élevés au début.

Risque moral

Étant donné que le bailleur de fonds ne peut observer directement l'effort de gestion, la rémunération de l'entrepreneur sera nécessairement fondée sur un certain nombre de signes manifestes de son effort, par exemple les bénéfices, les ventes, la croissance des ventes ou des bénéfices, la production, la part de marché, etc. Cela soulève le problème du risque moral, qui découle d'une structure interne déficiente qui n'offre pas au gestionnaire les stimulants appropriés pour maximiser la valeur de l'actif placé sous son contrôle. En conséquence, le gestionnaire pourra viser des buts autres que la maximisation de la richesse, par exemple le prestige personnel ou l'accumulation des privilèges associés à sa fonction.

Antisélection

Rappelons que la rentabilité inhérente d'un projet ou la qualité de l'entrepreneur ne sont pas facilement ou directement observables. C'est la source du problème d'antisélection qui se pose lorsque les décideurs d'une entreprise possèdent des renseignements confidentiels sur la qualité de différents projets, leurs concurrents, la technologie ou même sur leur propre capacité de gestion des éléments d'actif confiés à leur responsabilité. Le problème du gestionnaire

est donc de convaincre les investisseurs de lui accorder les fonds nécessaires pour démarrer la production. Le problème du bailleur de fonds est de proposer un contrat qui incitera les entrepreneurs à révéler leurs renseignements confidentiels, lui permettant ainsi de sélectionner les projets les plus rentables.

ENGAGEMENT INCOMPLET

UN SYSTÈME PARFAIT D'ÉTALEMENT DU RISQUE ou de régularisation entre un entrepreneur et un bailleur de fonds passe par l'établissement d'une relation à long terme entre les parties. Les aspects dynamiques de cette relation posent des problèmes particuliers. Un arrangement parfait requiert un engagement ferme des deux parties à collaborer au cours de toutes les périodes futures. Une telle collaboration exige que l'entreprise rembourse le bailleur de fonds durant les périodes de prospérité et que ce dernier avance à l'entreprise les fonds dont elle a besoin quand les temps sont difficiles.

Mais un contrat dynamique à long terme est une chose complexe qui ne peut prévoir toutes les éventualités. Les parties contractantes sont généralement incapables de décrire explicitement toutes les contingences futures, ou même de prévoir tous les événements qui pourraient survenir. Pour ces raisons, les contrats dynamiques sont incomplets – et c'est cette caractéristique qui fait de la régie des contrats un élément important du succès d'une relation.

Les contrats incomplets liés aux relations dynamiques forcent aussi le bailleur de fonds à intervenir de façon ponctuelle ou sélective. Pour les raisons qui font que les contrats sont incomplets, ces interventions sont loin d'être triviales. Le bailleur de fonds peut vouloir intervenir lorsque l'entreprise est en sérieuse difficulté ou que l'entrepreneur ne semble pas bien faire son travail. Mais, à nouveau, le manque d'information peut empêcher le bailleur de fonds de saisir correctement la situation. Les états financiers donnent, dans la meilleure des hypothèses, un tableau imparfait et imprécis de la situation financière d'une entreprise et du rendement des gestionnaires.

LA RÉGIE DES CONTRATS FINANCIERS

SI LE BAILLEUR DE FONDS NE PEUT SE FIER UNIQUEMENT aux états financiers, quels autres outils peuvent être employés pour interpréter correctement le rendement des gestionnaires ? Une possibilité consiste à surveiller étroitement le rendement de l'entreprise. La surveillance suppose de recueillir des renseignements sur le contexte économique externe et interne de l'entreprise. Le bailleur de fonds devrait se renseigner notamment sur les principaux concurrents de l'entreprise, la technologie qu'ils utilisent, les technologies disponibles, les caractéristiques de la clientèle, les perspectives futures de l'industrie, les activités de recherche et de développement qui influeront probablement sur le marché du produit, la structure interne de prise de décisions, ainsi que la qualité et la compétence des gestionnaires de l'entreprise.

Sans données sur ces éléments, il est difficile pour le bailleur de fonds d'évaluer le rendement des gestionnaires.

Les activités de surveillance ont les caractéristiques suivantes : elles sont coûteuses – il faut consacrer des ressources à l'acquisition d'une bonne compréhension du contexte économique dans lequel évolue l'entreprise. (À noter toutefois que les activités de surveillance offrent des économies d'échelle.) De plus, le résultat de la surveillance est souvent ambigu, c'est-à-dire qu'il ne fournit presque jamais une réponse précise à la question : L'entreprise donne-t-elle le rendement auquel on devrait s'attendre ? Enfin, l'information recueillie ressemble à un bien public. Une fois produite, il est difficile d'empêcher les autres investisseurs d'y avoir accès. La décision de surveiller ou non dépend donc des coûts et avantages attendus. Même s'il est facile d'établir les coûts de l'effort de surveillance, les avantages dépendront des gains que l'on peut attendre de l'information obtenue. L'investisseur peut recourir à deux grands mécanismes (stratégies) pour discipliner une entreprise qui affiche un mauvais rendement : il peut vendre ses actions (se retirer) ou tenter d'influencer les gestionnaires (intervention). Nous analysons ces deux mécanismes dans la section qui suit.

Les activités de surveillance se compliquent par la présence d'un problème « d'encadrement à deux niveaux » – un autre aspect des marchés financiers qui n'a pas été étudié jusqu'à maintenant. Dans les économies modernes, les bailleurs de fonds sont souvent eux-mêmes mandataires, c'est-à-dire qu'ils agissent comme intermédiaires entre les acheteurs et les vendeurs de titres financiers. Les investisseurs institutionnels sont un parfait exemple à cet égard. Dans une structure mandant-mandataire à deux niveaux, les problèmes d'incitation qui existent entre l'intermédiaire et le gestionnaire de l'entreprise se posent aussi entre l'investisseur primaire et l'intermédiaire. Le contrat conclu entre l'intermédiaire et les investisseurs devrait donc prévoir des stimulants adéquats à l'intention du premier pour qu'il travaille dans l'intérêt des investisseurs. Nous posons donc la question suivante : « Qui devrait surveiller les surveillants ? ».

Par ailleurs, un bailleur de fonds mécontent peut vendre en totalité sa participation dans le projet de l'entrepreneur et ainsi sortir du marché. Dans les deux cas, le bailleur de fonds a besoin de renseignements fiables pour déterminer la voie à suivre.

La régie d'entreprise : stratégies de sortie et d'intervention

Nous avons jusqu'à maintenant soutenu que les problèmes d'encadrement qui se posent aux bailleur de fonds sont la conséquence de problèmes d'information et d'engagement. Le caractère incomplet des contrats attire notre attention sur leur régie. Dans cette section, nous examinons un certain nombre de stratégies en matière de régie d'entreprise.

MÉCANISMES DE SORTIE

UNE STRATÉGIE DE SORTIE CONSISTE À VENDRE LES ACTIONS que l'on détient dans une entreprise ayant un mauvais rendement et à investir le produit ailleurs. Se départir de son intérêt financier dans une entreprise est souvent associé à une vision à court terme ou à un comportement « myope ». Nous tenons à signaler qu'il n'en est pas nécessairement ainsi. Supposons qu'un investisseur qui surveille le rendement d'une entreprise juge celui-ci non satisfaisant en raison de problèmes de risque moral ou d'antisélection. Une façon évidente de transmettre cette information est de vendre les actions de l'entreprise. Une telle mesure influe sur le prix des actions et, ainsi, transmet un certain message au conseil d'administration de l'entreprise et à d'autres investisseurs éventuels.

La sortie peut donc constituer une réaction valable sur le marché à des problèmes d'encadrement si elle déclenche une réaction du conseil d'administration, des autres investisseurs ou d'un prédateur, incitant ainsi les gestionnaires à revenir à une politique de maximisation de la richesse. Mais ce mécanisme n'est pas parfait. D'abord, si les fluctuations du prix des actions peuvent communiquer certains renseignements au sujet du piètre rendement de l'entreprise, il ne renseigne pas les autres investisseurs et les administrateurs sur la *nature* du problème d'encadrement. Puis, des fluctuations du prix des actions causées par des facteurs non liés au rendement de l'entreprise peuvent entraîner une réaction non souhaitable du marché. Les gestionnaires se plaignent souvent de l'orientation à « court terme » du marché. Les gestionnaires financiers expriment parfois la même doléance.

Une façon dont une stratégie de sortie peut amener une intervention correctrice, si elle est adoptée par un nombre important d'actionnaires, est la prise de contrôle : certains investisseurs cèdent leur participation tandis que d'autres en acquièrent une. Les nouveaux investisseurs obtiennent des renseignements pertinents sur les problèmes d'encadrement de l'entreprise et décident d'en prendre le contrôle. (Ils doivent avoir des renseignements confidentiels sur la cause du mauvais rendement pour tirer profit de la prise de contrôle.) Si les nouveaux investisseurs peuvent amener les actionnaires actuels à déposer leurs actions à un prix qui leur permet de toucher une partie des gains qui découleraient d'une réorganisation de l'entreprise, ils iront de l'avant avec cette réorganisation.

Cependant, cette stratégie n'est pas toujours couronnée de succès. D'abord, elle souffre d'un problème d'abstentionnisme, comme l'ont montré Grossman et Hart (1980). Puisque chaque actionnaire a intérêt, individuellement, à être le dernier à vendre sa participation, l'instigateur d'une prise de contrôle pourrait avoir de la difficulté à convaincre les détenteurs actuels d'actions. Cela amène le « prédateur » à offrir un prix élevé à tous les actionnaires, réduisant ainsi sont propre gain. L'incitation à exercer une surveillance et à tenter une prise de contrôle est par conséquent réduite.

Selon cette logique, il pourrait y avoir trop peu de prises de contrôle. Même lorsqu'elles se produisent, cette solution peut ne pas être efficiente. Comme l'ont soutenu Shleifer et Summers (1988), une prise de contrôle est profitable uniquement parce que le prédateur rompt les contrats implicites entre l'entreprise et ses partenaires – les travailleurs, les fournisseurs à long terme, etc. Comme ces ententes implicites peuvent être efficientes *ex ante*, les prises de contrôle peuvent avoir une valeur sociale moindre que prévu, parce qu'elles engendrent un problème d'engagement.

L'opportunité éventuelle d'une prise de contrôle réside dans sa capacité de résoudre les problèmes de risque moral et d'antisélection qui sont à l'origine de l'inefficience. Dans le cas du risque moral, le succès dépend de la mesure dans laquelle le prédateur peut restructurer les stimulants qui agissent sur les gestionnaires en place. Jensen (1988, 1989) a fait valoir que de nombreux rachats d'entreprise par leurs gestionnaires aux États-Unis avait eu ce résultat en raison de la participation accrue de l'équipe de gestion au capital-actions de l'entreprise. Le même résultat peut être obtenu en réorganisant une société, en la réorientant sur ses activités essentielles et en retranchant les divisions que ses dirigeants ne peuvent gérer de façon concurrentielle, modifiant ainsi la structure des stimulants auxquels les gestionnaires sont exposés. Bhagat, Shleifer et Vishny (1990) et Patry et Poitevin (1991) ont obtenu des résultats, tant pour le Canada que pour les États-Unis, concordant avec cette hypothèse. À l'opposé, un prédateur pourrait atténuer les problèmes d'antisélection en remplaçant l'équipe de gestion. Il faut toutefois se rappeler qu'une prise de contrôle réussie nécessite à tout événement des modalités de surveillance élaborées.

Les clients qui délaissent une entreprise sont aussi un indice d'un piètre rendement. Même si une part de marché en déclin est un signal presque certain de mauvais rendement, celui-ci n'offre pas assez de renseignements sur la nature des coûts d'encadrement. Néanmoins, les bailleurs de fonds appuient souvent leurs décisions financières sur les données relatives au marché d'un produit.

Le marché des gestionnaires est plus directement lié à notre analyse. Un marché actif offre à ces derniers des stimulants pour qu'ils donnent un rendement adéquat en leur laissant entrevoir que cela pourrait hausser leur valeur commerciale. Mais nous pensons que ce marché ne fonctionne pas de façon aussi efficiente qu'on pourrait le croire. Il souffre des mêmes lacunes que les marchés financiers. Si les bailleurs de fonds doivent assumer des coûts élevés pour évaluer le rendement d'une entreprise, les participants au marché des gestionnaires éprouveront probablement le même problème. Même s'ils constituent un autre groupe de surveillants possible du rendement de l'entreprise, ils n'investiront probablement pas autant dans les activités de surveillance que les bailleurs de fonds parce qu'il est peu probable qu'ils aient autant à perdre que ces derniers.

MÉCANISMES D'INTERVENTION

LES MÉCANISMES D'INTERVENTION VISENT À INFLÉCHIR directement les initiatives d'une entreprise. Ils peuvent être informels, comme lorsque des gestionnaires de portefeuilles discutent de la stratégie de l'entreprise avec ses dirigeants, ou peuvent être très formels comme dans le cas d'une campagne de sollicitation de procurations.

On peut utiliser ce moyen par une présence active au sein du conseil d'administration. Les administrateurs ont accès à des renseignements privilégiés sur l'entreprise et le contexte économique et sont tenus de prendre une part active à sa planification stratégique. Par l'intermédiaire du comité de rémunération, le conseil d'administration a aussi la responsabilité de concevoir des modalités de rémunération adéquates pour les gestionnaires de l'entreprise. Le conseil est aussi un instrument clé lorsqu'il faut solutionner des problèmes de risque moral. La présence au conseil réduit donc les coûts de surveillance en permettant d'avoir accès aux renseignements internes.

Du côté négatif du bilan, les administrateurs sont souvent « captifs » des gestionnaires. Ainsi, certains administrateurs peuvent être enclins à partager l'avis des gestionnaires plus souvent qu'ils ne le devraient. Cela est plus probable au Canada où la propriété est assez concentrée, où l'offre d'administrateurs est relativement restreinte et où le cumul des sièges d'administrateurs est *pratique courante*. Les investisseurs institutionnels ont aussi tendance à craindre que les règles régissant les opérations d'initiés et les conflits d'intérêts limitent leurs options en matière de placements. Nous reviendrons d'ailleurs sur ce point plus loin dans notre étude.

La sollicitation de procurations est un mécanisme d'intervention plus spectaculaire. L'instigateur d'une course aux procurations doit recueillir assez de votes pour s'assurer que son point de vue l'emportera. S'il réussit, la lutte de procurations peut entraîner un changement significatif dans la gestion de l'entreprise. Toutefois, une lutte de procurations est un mécanisme d'intervention éprouvant parce que l'investisseur part avec un désavantage manifeste relativement au(x) gestionnaire(s). Les aspects logistiques des luttes de procurations jouent en faveur de l'équipe de gestion, ce qui laisse penser que certaines réformes pourraient ici être utiles.

Bien que les avantages des divers mécanismes d'intervention soient généralement bien compris, leurs coûts sont souvent sous-estimés. Une présence active au conseil d'administration ou une lutte de procurations peuvent constituer des initiatives assez coûteuses, outre les coûts de surveillance dont nous avons déjà fait état. Certaines courses aux procurations ont entraîné des coûts de plusieurs millions de dollars. De plus, un élément important des mécanismes d'intervention est qu'ils ont une forte caractéristique de bien public dans la mesure où tous les actionnaires en profitent sans avoir à assumer quelque coût que ce soit. C'est peut-être la raison pour laquelle on ne recourt

pas suffisamment à l'intervention. Un autre coût implicite des luttes de procurations est la perte de confiance qu'elles peuvent causer. Ainsi, les gestionnaires peuvent hésiter à congédier un groupe de travailleurs envers qui ils estiment avoir une responsabilité, fondée sur une relation à long terme. Une lutte de procurations permet de régler ce problème sans intervention des gestionnaires. Le coût qu'elle comporte est qu'il pourra être plus difficile dans l'avenir de susciter la confiance requise pour établir des rapports de longue durée. Nous avons fait valoir un argument semblable dans notre examen des prises de contrôle.

Enfin, signalons un autre mécanisme d'intervention employé par les créanciers et que l'on a souvent négligé dans les travaux publiés. Les clauses restrictives des contrats de prêt font sûrement partie des mécanismes de régie servant à discipliner les gestionnaires parce qu'elles imposent des limites à leur pouvoir discrétionnaire pour toute une gamme de décisions stratégiques. Elles servent à circonscrire les problèmes de risque moral mais ne sont pas particulièrement utiles dans les cas d'antisélection où la qualité des gestionnaires est le véritable problème à résoudre.

Les investisseurs institutionnels au Canada

Les caisses de retraite privées et publiques, les fonds communs de placement, les banques et quasi-banques, les compagnies d'assurance et les fondations publiques et privées sont des investisseurs institutionnels. À la fin de 1990, ces investisseurs détenaient collectivement un portefeuille de plus de six billions de dollars US, soit 45 p. 100 de tous les actifs financiers aux États-Unis. En comparant ce chiffre à la part de 21 p. 100 qu'ils détenaient en 1950, on constate leur progression indiscutable. Sur le marché des actions, qui nous importe plus particulièrement ici, la part détenue par les investisseurs institutionnels est passée de 23 p. 100 en 1955 à 53 p. 100 en 1992. Les investisseurs institutionnels américains détiennent pour plus d'un billion de dollars US d'actions aux États-Unis; 90 p. 100 de ce montant étant entre les mains de caisses de retraite privées, publiques et syndicales (Lakonishok et coll., 1992). Cela signifie que les caisses de retraite possèdent 47 p. 100 de la totalité des actions aux États-Unis, ce qui explique pourquoi elles ont été à l'avant-garde du mouvement d'activisme institutionnel.

La position des investisseurs institutionnels est à peu près la même au Canada. À la fin de 1993, la valeur comptable des actifs financiers des caisses de retraite administrées par des fiduciaires, des fonds communs de placement, des compagnies d'assurance, des banques et des quasi-banques atteignait 1 283 milliards de dollars, dont 142 milliards de dollars en actions (tableau 4). Les caisses de retraite publiques et privées au Canada contrôlent collectivement des éléments d'actif dont la valeur comptable atteint près de 250 milliards de dollars et un portefeuille d'actions dont la valeur comptable atteint 70 milliards de dollars. Mentionnons qu'au Canada la part des actions en circulation détenue

par des investisseurs institutionnels n'atteint que 35 p. 100, comparativement à 53 p. 100 aux États-Unis. Néanmoins, ces portefeuilles institutionnels sont très importants.

Ce dernier chiffre paraît plus impressionnant lorsqu'on le situe dans le contexte du marché canadien des actions, marqué par un manque de liquidité relatif. Fowler et Rorke (1988) ont estimé que seulement 5,3 p. 100 des actions échangées à la Bourse de Toronto peuvent être considérées comme des titres d'entreprises à propriété dispersée. La plupart des actions (59,4 p. 100) des entreprises inscrites au TSE s'échangent sur des marchés peu liquides, ce qui accroît le prix du mécanisme de sortie. Daniels et Waitzer (1994, p. 33), citant un article du *Globe and Mail*, ont estimé qu'entre 50 et 60 p. 100 des actions des entreprises à propriété dispersée pour lesquelles il y a un marché actif sont entre les mains d'investisseurs institutionnels. Ainsi, la taille et la puissance des investisseurs institutionnels, tant aux États-Unis qu'au Canada, ont augmenté sensiblement au cours des trente dernières années.

Aux États-Unis, cette évolution s'est accompagnée d'un appel en faveur d'une intervention plus active des investisseurs institutionnels dans les questions de régie d'entreprise. Comme aux États-Unis, l'importance croissante des investisseurs institutionnels sur le marché des actions au Canada a entraîné une sensibilisation accrue aux problèmes de régie et aux avantages que pourrait comporter, pour les actionnaires, une intervention institutionnelle plus énergique. La vague de fusions et de prises de contrôle qui a déferlé sur le Canada durant les années 80 et les tentatives subséquentes des gestionnaires d'entreprises en vue d'adopter des stratégies axées sur des pilules empoisonnées, a suscité un intérêt à l'égard des questions de régie et de protection des actionnaires minoritaires. Un examen de documents tels que le *TSE Report on Corporate Governance*, les normes de régie d'entreprise de l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite et les lignes directrices sur la régie d'entreprise de certaines grandes institutions, comme la Caisse de dépôt et placement du Québec, montre que les questions liées à la rémunération des dirigeants et à l'indépendance et à l'efficacité du conseil d'administration reçoivent une attention considérable. Fairvest Inc. a conçu une fiche d'évaluation qui permet aux investisseurs institutionnels d'établir avec plus de précision la qualité de la régie des entreprises canadiennes.

Néanmoins, peu de luttes portant sur des projets de pilules empoisonnées ont été remportées par les investisseurs institutionnels au Canada. Une exception notable à cet égard est la lutte suscitée par le projet de pilule empoisonnée de Labatt. De façon générale, toutefois, très peu de recherches ont été faites au Canada sur les modalités de rémunération. Même si la Caisse de dépôt et placement a, à l'occasion, été jugée agressive dans sa défense des droits des actionnaires minoritaires (notamment dans la lutte contre l'adoption d'une pilule empoisonnée à la société Inco), aucune grande institution au Canada n'est perçue comme le CalPERS du Nord. Comme Daniels et Waitzer (1994) l'ont fait valoir, à maints égards, l'activisme institutionnel au Canada en est

encore au stade naissant (p. 33). Devrions-nous demander aux institutions de faire davantage ?

Le modèle de société de Berle et Means (1932), dans lequel le contrôle et la propriété sont séparés, en a amené certains à penser que les gestionnaires contrôlent les entreprises en Amérique de nos jours. Puisque quelqu'un doit surveiller les gestionnaires et que les actionnaires individuels ne sont pas incités à le faire, pourquoi ne pas demander aux actionnaires institutionnels d'assumer cette tâche. C'est le raisonnement que nous soumettons à une évaluation critique dans la présente étude.

La séparation entre la propriété et le contrôle dans les grandes sociétés américaines et canadiennes n'est pas toujours une réalité. Demsetz et Lehn (1985) ont calculé le pourcentage du capital-actions contrôlé par les cinq plus importants actionnaires des sociétés figurant sur la liste du *Fortune 500* aux États-Unis. Il s'établit, en moyenne, à 25 p. 100 (en comparaison de 33 p. 100 au Japon [Prowse, 1991]). C'est une chose que de tenter de voir si cette structure de propriété favorise une surveillance efficiente; c'en est une autre de dire qu'aucun actionnaire individuel ou coalition d'actionnaires n'est intéressé à surveiller les gestionnaires. Cela semble peu vraisemblable.

Au Canada, la séparation entre la propriété et le contrôle est l'exception plutôt que la règle parce que les sociétés canadiennes sont plus étroitement contrôlées que les sociétés américaines. Le tableau 3 indique qu'en 1994, 60 p. 100 des 500 plus grandes sociétés non financières canadiennes figurant dans le *Financial Post 500*, étaient détenues ou, pour l'essentiel, contrôlées par un seul actionnaire. Seules 79 de ces 500 sociétés, soit tout juste 16 p. 100, pouvaient être considérées comme des entreprises à propriété dispersée. Le pourcentage correspondant parmi les entreprises figurant dans le *Fortune 500* a été estimé à 63 p. 100 (Daniels et MacIntosh, 1991).

L'importance des entreprises sous contrôle familial au Canada et des filiales canadiennes qui sont la propriété exclusive d'entreprises étrangères explique cette caractéristique de l'univers des entreprises au Canada. Une autre explication a trait à la taille relative des entreprises canadiennes. Le nombre médian d'employés des 200 plus importantes entreprises industrielles au Canada était de 4 938 en 1993, comparativement à 10 136 pour les entreprises figurant dans le *Fortune 500* aux États-Unis[2]. À mesure qu'augmente la taille d'une entreprise, la concentration de la propriété engendre un risque spécifique plus élevé pour l'investisseur (Demsetz, 1993). Par conséquent, il y a un arbitrage entre le bénéfice social d'une concentration de la propriété (qui réduit l'incidence du risque moral) et le coût de supporter les risques spécifiques à l'entreprise.

Quelles que soient les raisons, le fait demeure que la propriété est beaucoup plus concentrée dans les entreprises canadiennes que dans les entreprises américaines. S'ajoutant au pourcentage restreint d'actions détenues par les institutions canadiennes (le pourcentage des actions en circulation détenu par des investisseurs institutionnels est environ deux fois élevé aux États-Unis

TABLEAU 3

CONCENTRATION DE LA PROPRIÉTÉ (SELON LES VENTES OU LES RECETTES) PARMI LES ENTREPRISES DE LA LISTE *FINANCIAL POST 500*

	SOCIÉTÉS PUBLIQUES		ENSEMBLE DES SOCIÉTÉS	
	NOMBRE	POURCENTAGE	NOMBRE	POURCENTAGE
Propriété exclusive ou participation à 50 % et plus d'un seul actionnaire (ou de l'État)	93	36,6	300	60,6
Participation des deux plus importants propriétaires supérieure à 34 %	60	23,6	67	13,5
Un propriétaire détient plus de 15 % ou les deux plus importants propriétaires ont entre 20 et 34 %	36	14,2	36	7,3
Le plus important propriétaire a entre 10 et 15 %, mais le deuxième propriétaire a moins de 10 %	11	4,3	13	2,6
Propriété dispersée (y compris les coopératives et les clubs)	54	21,3	79	16,0
Total	254	100,0	495	100,0

qu'au Canada), cela entraîne des possibilités réduites pour les investisseurs institutionnels canadiens.

Un autre aspect singulier du paysage sociétal canadien qui a un lien avec le rôle que pourraient jouer les investisseurs institutionnels est l'incidence de la propriété croisée. Daniels et MacIntosh (1991) affirment que, des 100 entreprises les plus rentables au Canada en 1987, près de 45 p. 100 détenaient 10 p. 100 ou plus des actions avec droit de vote d'une autre société figurant sur la même liste (p. 888). Berkowitz, Kotowitz et Waverman (1977) ont observé que les 361 plus grandes entreprises au Canada avaient des participations dans 4 944 autres entreprises. Par la propriété croisée et le cumul des sièges d'administrateurs, quelques grands groupes ont tissé une toile complexe de liens qui leur permet d'exercer un contrôle étendu sur les plus grandes entreprises au Canada. Mais en comparaison du système de propriété croisée japonais – appelé *keiretsu* –, la propriété des entreprises sur le marché canadien semble très diffuse. Viner (1988) a estimé que 65 p. 100 des actions des sociétés inscrites à la Bourse de Tokyo étaient détenues par des sociétés membres d'un *keiretsu* (cité dans Coffee, 1991, p. 1296).

Cet effet de réseau a de nombreuses conséquences pour ce qui est du rôle éventuel des investisseurs institutionnels. D'abord, c'est l'une des sources du

manque de liquidité relatif du marché boursier au Canada. Cela a pour effet de hausser le coût du mécanisme de sortie et permet de penser que, comme au Japon et en Allemagne où la liquidité est moins grande et les liens réciproques plus étroits qu'aux États-Unis, les investisseurs institutionnels canadiens devraient normalement être incités à jouer un rôle plus actif. Ensuite, le cumul des sièges d'administrateurs crée un contexte où les gestionnaires peuvent s'aider mutuellement à s'incruster encore davantage, ce qui rend beaucoup difficile l'exercice d'une discipline à leur endroit parce que personne ne tient à « faire de vagues ». Enfin, le contrôle et le pouvoir étendus dont jouissent quelques grands groupes ou familles aggrave la pénalité que les gestionnaires mécontents pourraient infliger à un investisseur institutionnel turbulent. (Ce dernier point est abordé plus en détail dans la suite de notre étude.)

LA RÉGIE DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT ET DES CAISSES DE RETRAITE

LES BANQUES, LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT, les caisses de retraite d'entreprises et les caisses de retraite du secteur public sont habituellement de grandes institutions dont la propriété est dispersée. Il ne faudrait pas s'attendre à ce qu'elles se comportent comme des investisseurs individuels. Il faut examiner leur régie et leurs structures internes pour voir la mesure dans laquelle elles pourraient participer à des activités de régie dans les entreprises où elles ont investi. Si les gestionnaires d'une institution s'adonnent eux-mêmes à des activités ayant pour effet de réduire la richesse ou qu'ils ne peuvent motiver leurs employés et ceux (les gestionnaires de portefeuilles) à qui ils délèguent la gestion de leurs fonds à surveiller et discipliner les dirigeants d'entreprises, il se pose alors un problème de risque moral au niveau des investisseurs institutionnels. En outre, si les investisseurs institutionnels ne peuvent distinguer entre les bons et les mauvais gestionnaires de portefeuilles, il y a aussi un problème d'antisélection. En d'autres termes, les problèmes d'encadrement ne peuvent être résolus simplement en attribuant la responsabilité de la surveillance active des dirigeants d'entreprises à une catégorie de mandataires (les intermédiaires financiers), puisqu'ils sont eux-mêmes aux prises avec des problèmes d'information. Par conséquent, la question classique refait surface : Qui doit surveiller les surveillants ?

Nous concentrons notre attention sur deux groupes d'investisseurs institutionnels au Canada, les fonds communs de placement et les caisses de retraite. Ensemble, ces deux groupes détiennent près de 25 p. 100 de la totalité des actions en circulation au Canada (tableau 4) et 69 p. 100 des actions contrôlées par des investisseurs institutionnels. Quels stimulants agissent sur ces investisseurs pour qu'ils surveillent et disciplinent les gestionnaires d'entreprises ? Comment sont-ils organisés ? Qui assure la surveillance ?

TABLEAU 4

ACTIF FINANCIER ET ACTIONS CANADIENNES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

AU 31 DÉCEMBRE 1993 (EN MILLIONS $)

GENRE D'INSTITUTION	ACTIONS CANADIENNES (VALEUR COMPTABLE)	ACTIFS FINANCIERS (VALEUR COMPTABLE)	ACTIFS DES DIX PLUS GRANDS (VALEUR MARCHANDE)
Caisses de retraite[a]	68 864	249 542	116 988[f]
Publiques	39 872[b]	160 132	111 487[f]
Privées	28 992[b]	101 226	36 411
Fonds communs de placement[c]	28 899	111 192	79 508[g]
Compagnies d'assurance[c]	21 430	158 219	147 388[h]
Banques et quasi-banques[c, d]	12 731	722 582	—
Caisse de dépôt et placement[e]	9 890	41 685	—
Détenue par des institutions	141 814		
Nombre total d'actions détenues	406 216[i]		

NOTA : a *Estimations trimestrielles des caisses de pension en fiducie*, Statistique Canada, publication no 74-001 au Catalogue, et *Benefits Canada*, avril 1994, pour le groupe des dix plus grandes institutions.
b Actions canadiennes détenues par l'ensemble des caisses de retraite réparties en proportion du portefeuille total d'actions détenues.
c *Système des comptes nationaux*, Statistique Canada, publication no 13-214 au Catalogue et base de données CANSIM.
d Comprend les sociétés de fiducie et de prêts hypothécaires.
e *Statistiques financières 1993*, Caisse de dépôt et placement du Québec.
f Exclut les caisses de retraite contrôlées par la Caisse de dépôt.
g *Benefits Canada*, avril 1994.
h *The Financial Post 500*, 1994.
i Pour éviter le double comptage, nous avons soustrait du total (517 408) les actions émises par les fonds communs de placement.

LA RÉGIE DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

ÉTANT DONNÉ QUE LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT regroupent les ressources financières de centaines de milliers de sources individuelles de capital, le contrôle des gestionnaires de portefeuilles soulève d'épineux problèmes, analogues à ceux qui se posent lorsque les gestionnaires d'une entreprise en détiennent le contrôle. Premièrement, il y a le problème de l'action collective lié à la surveillance des gestionnaires : aucun investisseur individuellement n'est enclin à assumer la totalité du coût de l'évaluation de la qualité du travail fait par les spécialistes à qui a été confiée la responsabilité de gérer les fonds, alors que tous partagent les avantages d'un meilleur rendement.

Deuxièmement, ce qui motive l'investisseur individuel à déléguer la responsabilité (la cause du problème d'encadrement qui nous intéresse) est le fait que le mandataire-gestionnaire est (probablement) plus apte à sélectionner des actions. Si les investisseurs individuels doivent remettre en cause les spécialistes et faire le travail d'analyse, ils seraient aussi bien d'investir eux-mêmes.

Troisièmement, le rapport mandant-mandataire engendre des complications liées à l'antisélection et au risque moral. D'un côté, l'antisélection protège les mauvais gestionnaires. De l'autre, le risque moral suppose que les gestionnaires de portefeuilles peuvent accroître le risque de leur(s) portefeuille(s) afin d'accroître le rendement offert aux investisseurs marginaux (la tactique de l'« appât-substitution »). La gravité de ce problème (le risque moral) dépend de deux facteurs : la facilité avec laquelle les investisseurs peuvent déterminer les niveaux de risque et la prédisposition des gestionnaires de portefeuilles à ne pas adopter un tel comportement (l'intégrité).

En raison de ces frictions de nature informationnelle, le problème de la motivation du mandataire-gestionnaire est résolu par l'investisseur individuel, en suivant le rendement obtenu par le mandataire. Comme il est difficile de faire la distinction entre un bon rendement et la chance, l'investisseur individuel fera deux choses : il choisira un fonds en fonction de son rendement à moyen et à long terme (régularisant ainsi les pointes de bonne et de mauvaise fortune) et il comparera le rendement du fonds à celui d'autres fonds offerts sur le marché, en espérant ainsi contrôler le niveau de risque. Il peut être très efficient de faire des comparaisons dans le temps et entre mandataires pour évaluer le rendement relatif d'un mandataire, notamment lorsque ceux-ci sont nombreux (Sappington, 1991).

La plupart des fonds communs de placement canadiens sont des fonds ouverts, où les investisseurs détiennent un certain pourcentage des ressources mises en commun. Le particulier qui a investi dans un fonds commun de placement ouvert peut exiger en tout temps que le fonds rachète sa part, à sa valeur liquidative. (Il n'y a aucune obligation de la sorte pour les fonds fermés.) Ainsi, l'investisseur insatisfait d'un fonds ouvert vendra probablement les parts qu'il y détient. Même si les coûts de sortie ne sont pas nuls (en raison des frais et des coûts de recherche), cette stratégie comporte un coût moins élevé que celui que l'investisseur aurait à supporter pour provoquer un changement au niveau de la politique du fonds. Lorsque plusieurs investisseurs délaissent un fonds, les gestionnaires doivent forcément vendre une partie des actions détenues par les investisseurs. La liquidité est donc un élément capital tant pour l'investisseur que pour le fonds. Vu le grand nombre de fonds qui sont en concurrence au Canada, les mécanismes de sortie devraient bien fonctionner[3].

D'autres mesures contraignent aussi les gestionnaires de fonds communs de placement. La réglementation relative aux renseignements communiqués aux investisseurs, aux éléments d'actif dans lesquels le fonds peut investir ainsi

qu'au rôle, à la composition et aux devoirs fiduciaires du conseil d'administration intervient aussi pour limiter la marge de manœuvre des gestionnaires de fonds communs de placement. Par contre, le marché du contrôle des sociétés n'est pas efficace, de sorte que certaines formes de rémunération des gestionnaires font aussi l'objet d'une réglementation.

La régie des caisses de retraite

Les caisses de retraite sont très différentes des fonds communs de placement sur un point essentiel. Les travailleurs exercent très peu de contrôle sur les ressources financières qu'ils investissent dans les caisses de retraite. Le principal mécanisme de contrôle est indirect et fondé sur la capacité de surveillance du comité de la caisse de retraite. Ce mécanisme d'intervention est très imparfait. Les travailleurs doivent déléguer des représentants, créant ainsi une relation mandant-mandataire, pour surveiller la répartition des fonds. En outre, les travailleurs sont aux prises avec un problème d'action collective, ce qui signifie que leur pouvoir de discipline est sérieusement limité.

Les personnes qui investissent dans une caisse de retraite sont beaucoup plus vulnérables que celles qui investissent dans un fonds commun de placement. Leur voix est pour ainsi dire muselée, leur influence est limitée par un problème d'action collective et la sortie est coûteuse ou impossible.

Dans les régimes de retraite à prestations déterminées, qui représentent 90 p. 100[4] des régimes de retraite au Canada (l'autre 10 p. 100 étant des régimes à cotisations déterminées), le commanditaire – une société privée ou le gouvernement – promet aux employés un flux d'avantages futurs qui ne dépend pas du rendement de la caisse. Le commanditaire doit combler tout manque à gagner, lequel devient la première créance à honorer en cas de faillite de la société. (Cependant, le commanditaire a aussi le droit de toucher tout montant qui excède les obligations actuarielles de la caisse.) Il se peut donc que l'organisme commanditaire ait un intérêt légitime à maximiser le rendement de la caisse et, ainsi, à prendre toute mesure requise, y compris la supervision des gestionnaires d'entreprises, pour atteindre ce but.

Malheureusement, le fait que le commanditaire soit le créancier résiduel dans le cas des régimes à prestations déterminées ne garantit pas, en soi, qu'il cherchera à maximiser le rendement (pondéré en fonction du risque) de l'actif ni qu'il exercera une surveillance sur les gestionnaires d'entreprises. D'abord, les droits de propriété sur l'excédent actuariel sont mal définis et les travailleurs soutiennent que, dans certaines circonstances, ils devraient partager les gains. Puis, dans le secteur privé, un excédent important peut accroître la probabilité d'une prise de contrôle – une perspective qui ne plaît pas aux gestionnaires en place. De plus, la délégation de la gestion de la caisse de retraite au trésorier de l'entreprise et à des gestionnaires de fonds de l'extérieur risque de soulever d'autres problèmes de risque moral, d'antisélection et d'engagement (voir la section suivante). Enfin, les gestionnaires des caisses de retraite des entreprises

canadiennes se trouvent souvent en sérieux conflit d'intérêts, où leur devoir fiduciaire va à l'encontre des intérêts commerciaux de la société qui les emploie.

CERTAINES DONNÉES SUR LE RENDEMENT

LES GESTIONNAIRES DE PORTEFEUILLES POURSUIVENT-ILS UNE STRATÉGIE de maximisation de la richesse ? Nous disposons de plus en plus de données qui indiquent que les rendements obtenus sur l'actif du segment de l'industrie de la gestion financière représenté par les caisses de retraite d'entreprises sont inférieurs à celui correspondant aux indices de marché et à celui des fonds communs de placement. Cela pourrait signifier que les responsables des caisses de retraite gèrent leurs fonds de façon plus conservatrice que l'investisseur moyen sur le marché boursier. C'est là une proposition vérifiable sur le plan empirique. Cependant, les caisses de retraite peuvent modifier leur risque global en changeant la composition de leur actif. À l'opposé, un mauvais rendement peut tout simplement vouloir dire que les entreprises ont des objectifs plus complexes que celui de maximiser le rendement (pondéré selon le risque) de la caisse de retraite ou qu'ils sont négligents, ou les deux !

Lakonishok, Shleifer et Vishny (1992) ont analysé le rendement de 769 caisses de retraite d'entreprises (portefeuille d'actions uniquement) aux États-Unis et ils ont constaté qu'en moyenne, la caisse représentative avait un rendement inférieur de 1,3 p. 100 annuellement à celui de l'indice Standard & Poors 500, avant de soustraire les frais de gestion. Cela est conforme aux résultats obtenus par Beebower et Bergstrom (1977), pour la période 1966-1975, à ceux de Brinson, Hood et Beebower (1986) pour la période 1974-1983 et aux résultats publiés par Malkiel (1990) pour la période 1975-1989. Des résultats semblables ont été obtenus par Taylor (1995) pour le Canada; ce dernier arrive à la conclusion que pour des périodes variant entre une et huit années, le rendement annualisé de l'indice a surpassé celui du gestionnaire médian par une marge variant entre 0,1 et 3,1 p. 100, avant défalcation des frais de gestion (p. 25).

Les données disponibles sur le rendement des fonds communs de placement sont beaucoup moins concluantes. Si l'étude classique de Jensen (1968) et les raffinements subséquents de Grinblatt et Titman (1989) et ceux de Connor et Korajczyk (1991) font planer un certain doute sur la capacité des fonds communs de placement de devancer le rendement du marché, certaines données plus récentes laissent penser qu'il pourrait en être ainsi. Ippolito (1989) a observé que les fonds communs de placement affichaient un rendement supérieur à celui du marché par une marge de 80 points de base, après avoir soustrait les frais de gestion et d'acquisition. Des résultats semblables à ceux d'Ippolito ont été obtenus pour le Canada par Berkowitz et Kotowicz (1993), qui sont arrivés à la conclusion que les fonds de notre échantillon (environ 40 fonds communs de placement) ont obtenu un rendement supérieur à celui du marché par une marge très significative (p. 863).

Les données indiquent donc que les caisses de retraite d'entreprises obtiennent un rendement systématiquement inférieur à celui des fonds communs de placement et (ce qui est plus déroutant) inférieur au rendement d'un indice du marché. Les données présentées dans *Pensions and Investments* (citées dans Lakonishok et coll., 1992) montrent que les fonds communs de placement avaient obtenu un rendement moyen de 2,3 p. 100 plus élevé que celui des caisses de retraite au cours de la période 1971-1980 – soit un rendement non seulement inférieur à celui des fonds mutuels, mais aussi (ce qui est plus déroutant) plus faible que le rendement d'un indice du marché.. En adoptant une stratégie de placement passive (axée sur un indice), les caisses de retraite pourraient obtenir un rendement supérieur sur leur portefeuille d'actions et réduire leurs coûts parce que les frais exigés pour les fonds indiciels au Canada sont en moyenne de 43 points de base inférieurs à ceux des fonds gérés activement (Taylor, 1995, p. 26).

Qu'en est-il du rendement des caisses de retraite du secteur public ? Ce sont les plus importants intervenants institutionnels, ceux qui semblent avoir été les plus actifs en matière de régie d'entreprise. Les caisses de retraite du secteur public détiennent environ 8 p. 100 de toutes les actions au Canada. Chacune des deux plus grandes caisses de retraite publiques, la Caisse de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario et la Caisse de retraite des fonctionnaires du Québec, gère un actif aussi important que celui des dix plus importantes caisses privées réunies[5].

Après avoir examiné le rendement des caisses de retraite publiques aux États-Unis, Mitchell et Hsin (1994) sont arrivés à la conclusion que le rendement sur l'actif des caisses de retraite publiques a souvent été inférieur, les régimes publics obtenant des taux de rendement sensiblement en deçà de ceux des autres fonds réunis et, dans bien des cas, des principaux indices du marché (p. 3). Il faut signaler que leurs données (tableau 3, p. 28) montrent qu'au cours de 10 des 17 années pour lesquelles des comparaisons peuvent être faites, les grandes caisses de retraite privées au Canada ont obtenu un meilleur rendement que les caisses de retraite des administrations locales et des États aux États-Unis. Les auteurs avancent une explication possible à ce piètre rendement : la vulnérabilité des gestionnaires des caisses de retraite publiques aux pressions politiques. Romano (1993) conclut aussi son analyse de l'activisme des caisses de retraite publiques aux États-Unis en émettant l'avertissement suivant : les caisses de retraite publiques sont exposées à des conflits distincts en matière de placement qui limitent les avantages qu'elles peuvent tirer de leur activisme. Les gestionnaires de caisses de retraite publiques doivent naviguer avec prudence autour des écueils que font surgir des pressions politiques considérables (p. 795). Romano a aussi constaté que les caisses de retraite dont les structures de direction sont les plus politisées obtiennent des rendements sensiblement plus mauvais que celles dont le conseil d'administration est plus indépendant (p. 852).

L'ORGANISATION INTERNE DE LA PRISE DE DÉCISIONS : LES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

NOUS TOURNONS MAINTENANT NOTRE ATTENTION VERS L'ORGANISATION des fonds communs de placement et des caisses de retraite. Ces investisseurs institutionnels confient à des gestionnaires professionnels la responsabilité du choix du portefeuille d'actions. Deux facteurs – la nature du contrat offert aux gestionnaires de portefeuilles et la méthode par laquelle les caisses de retraite sélectionnent ces derniers – influent sur le niveau de surveillance et d'influence des investisseurs institutionnels.

De façon générale, les contrats conclus entre les actionnaires et les gestionnaires de portefeuilles sont réglementés. Ainsi, en Ontario, les fonds communs de placement qui veulent offrir à leurs gestionnaires de portefeuilles des contrats dont la rémunération est liée au rendement doivent obtenir l'approbation préalable de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. Ces contrats lient la rémunération du gestionnaire de portefeuille au rendement obtenu. La CVMO vérifie, entre autres choses, que le critère employé dans le contrat est « satisfaisant ».

Ces contrats axés sur les résultats offrent de nombreux avantages. D'abord, ils atténuent les problèmes de risque moral en imposant au gestionnaire de portefeuille un pourcentage du coût de tout relâchement de ses efforts. Un autre avantage est qu'ils comportent un signal. Lorsque les gestionnaires de portefeuilles possèdent un avantage sur le plan de l'information et qu'on leur offre le choix entre divers contrats, les bons gestionnaires signaleront leur supériorité en optant pour un contrat incitatif qui transposera une plus grande partie du risque et des avantages vers eux.

On peut donc prévoir que les fonds communs de placement utiliseront des contrats où la rémunération est liée au rendement dans la mesure où les autorités permettent cette pratique. Mais cette hypothèse est contredite par les données tant au Canada qu'aux États-Unis, où des contraintes semblables s'appliquent. La grande majorité des gestionnaires de fonds communs de placement sont rémunérés selon une formule liée à l'actif. Il ressort de discussions avec des gestionnaires de portefeuilles que moins de 10 p. 100 de l'actif sous gestion au Canada est visé par des contrats où la rémunération est liée au rendement. La formule habituelle prévoit des honoraires correspondant à un pourcentage décroissant des fonds gérés. Même dans le contexte plus permissif des États-Unis, Bailey (1990) note le manque d'intérêt à l'égard des formules de rémunération au rendement.

Cette constatation a de quoi étonner. Une explication est offerte par Berkowitz et Kotowicz (1993) dans le cas des fonds communs de placement. Ils font valoir que les contrats liés au niveau de l'actif créent un lien indirect entre la rémunération et le rendement. Les auteurs supposent que les investisseurs croient qu'ils peuvent obtenir une gestion supérieure et un meilleur rendement sur leurs capitaux en fonction du rendement passé. Il s'ensuit que la demande

pour les fonds affichant un meilleur rendement augmentera et que les gestionnaires de calibre supérieur obtiendront plus de capital. Puisque le rendement est difficile à observer à cause des parasites qui voilent les signaux du marché, une certaine inertie caractérisera l'évolution des parts de marché. Dans ce scénario, un rendement supérieur soutenu est récompensé par une expansion de l'actif sous gestion et une rémunération plus élevée. Leurs résultats empiriques appuient cette hypothèse de la présence d'un lien indirect entre le rendement et la rémunération. Hendricks, Patel et Zeckhauser (1993) ont aussi obtenu des données indiquant la persistance (à court terme) d'un rendement supérieur[6].

Étant donné que les gestionnaires de portefeuilles sont en concurrence dans un monde qui ressemble à celui décrit par Berkowitz et Kotowicz (1993), leur comportement en matière de placement dépendra essentiellement de l'horizon temporel qu'ils pensent que les investisseurs utilisent pour répartir le capital entre eux. Si cet horizon est assez court (quelques trimestres ou, tout au plus, quelques années), on devrait s'attendre à ce que les gestionnaires de portefeuilles mettent l'accent sur le rendement à court terme d'un portefeuille d'actions. Conserver des actions qui offrent un potentiel de rendement élevé à plus long terme mais qui ne se traduit pas par des rendements concrets à court terme est improductif. Si, par ailleurs, les investisseurs adoptent un horizon à long terme, les gestionnaires de portefeuilles seront incités à adopter le même horizon.

Plus l'échéance est rapprochée, plus les gestionnaires de fonds doivent maintenir un portefeuille liquide. Ils seront donc moins enclins à mettre du temps et de l'énergie à influencer les gestionnaires d'entreprises. Coffee (1991) soutient que la plupart des fonds communs de placement sont actifs sur le marché et hésiteraient à acheter des titres dont la liquidation pourrait se traduire par un escompte de bloc élevé (p. 1318).

Pour conclure sur la structure des stimulants des fonds communs de placement, il semble que les gestionnaires de portefeuilles soient pour la plupart rémunérés en fonction de la taille de l'actif qu'ils gèrent. Cette formule contractuelle peut, si les investisseurs voient dans le rendement passé un indicateur du rendement futur, engendrer un lien entre l'effort et la rémunération, atténuant ainsi le problème de risque moral. Par ailleurs, l'uniformité des contrats dans un marché gêne la stratégie de signalisation des meilleurs gestionnaires de portefeuilles; enfin, la concurrence en vue d'obtenir une partie des fonds à investir dépend de façon critique de l'horizon temporel effectivement visé par les investisseurs et les gestionnaires des fonds communs de placement.

L'ORGANISATION INTERNE DE LA PRISE DE DÉCISIONS : LES CAISSES DE RETRAITE

NOTRE EXAMEN DE L'ORGANISATION INTERNE DES CAISSES DE RETRAITE s'inspire largement de l'analyse de Lakonishok, Shleifer et Vishny 1992. Les entreprises doivent prendre trois décisions importantes. Celles-ci ont trait à l'emploi de

ressources internes ou externes pour la gestion des fonds, de la part qui sera placée dans des fonds indiciels et de la sélection des gestionnaires de portefeuilles. Quels facteurs régissent ces décisions et comment influent-ils sur le comportement des agents qui font les placements, qui exercent une surveillance et qui, parfois, influent sur les gestionnaires d'entreprises ?

Le tableau 5 montre qu'en 1993, près de 60 p. 100 des 100 plus importantes caisses de retraite au Canada étaient gérées à l'interne. Des 40 p. 100 qui étaient gérées à l'extérieur, 14 p. 100 avaient été confiées à des gestionnaires de fonds équilibrés et 26 p. 100 à des gestionnaires de fonds spécialisés. Nous pouvons aussi constater que les caisses de retraite publiques recourent davantage à la gestion interne et à des gestionnaires de fonds spécialisés. Cela semble conforme à la perception selon laquelle les caisses de retraite publiques ont été plus actives.

Lakonishok et coll. (1991) soutiennent que l'on peut s'attendre à ce que les trésoriers soient naturellement portés vers le modèle de la gestion interne et les placements indiciels. Cela s'explique par le fait que les trésoriers visent deux objectifs divergents : ils veulent accroître les ressources placées sous leur contrôle mais tout en assumant le moins de risques possible. Ils veulent diriger les activités, mais sans être tenus responsables d'un mauvais rendement sur l'actif confié à leurs soins. La solution, selon ces auteurs, est d'attribuer le maximum de fonds à l'extérieur, mais en adoptant une politique de gestion active qui comprend l'examen, l'évaluation et la sélection continuels des gestionnaires de portefeuilles qu'ils embauchent. La sélection des gestionnaires de portefeuilles et la répartition des fonds disponibles entre ceux-ci deviennent la tâche la plus importante du trésorier.

TABLEAU 5

ACTIF GÉRÉ PAR LES 100 PLUS IMPORTANTES CAISSES DE RETRAITE CANADIENNES (EN POURCENTAGE)

	1990[a]		1993	
	PRIVÉES ET PUBLIQUES	PUBLIQUES	PRIVÉES	PRIVÉES ET PUBLIQUES
Gestion interne	50,1	73,3	31,1	59,7
Gestionnaires de fonds équilibrés	27,4	7,7	28,7	14,5
Gestionnaires spécialisés	22,5	19,0	40,2	25,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

NOTA : a Les 80 fonds les plus importants seulement.
SOURCE : Benefits Canada Survey, 1991 et 1994.

Comme dans le cas des fonds communs de placement, les caisses de retraite rémunèrent les gestionnaires de portefeuilles en fonction de l'actif. L'augmentation de la richesse du gestionnaire de portefeuille est directement liée à l'augmentation de la taille de l'actif confié à sa gestion. Pour vendre ses services et convaincre les trésoriers de lui confier une part plus importante de leurs fonds, il fera valoir qu'il peut obtenir un meilleur rendement que les autres gestionnaires de portefeuilles ou que le marché. (L'argument selon lequel les gestionnaires de portefeuilles peuvent, en moyenne, obtenir un rendement supérieur à celui du marché est fort contestable.) Ici, la performance passée du gestionnaire joue un rôle déterminant. Comment les trésoriers évalueront-ils la performance passée ? Quel horizon temporel emploieront-ils ?

Beaucoup de données, anecdotiques et empiriques, pointent en direction d'une préférence pour le très court terme. Coffee (1991, p. 1325) fait état d'une enquête récente qui indique qu'au moins 90 p. 100 des caisses de retraite suivaient à chaque trimestre le rendement des gestionnaires de portefeuilles de l'extérieur qu'ils employaient, et que seulement 3 p. 100 des caisses faisaient un suivi annuel ! Le problème que pose un horizon temporel aussi rapproché est que le rendement devient alors une notion très imprécise. Même si Lakonishok et coll. (1992) ont constaté une certaine cohérence à long terme, ils n'ont observé que très peu de cohérence à brève échéance (annuelle ou trimestrielle). Bauman et Miller (1994) font mention de plusieurs analyses récentes qui démontrent l'instabilité des classements du rendement dans le temps.

Le fait de ne pas reconnaître l'imprécision du rendement a trois effets pernicieux. Examinons en premier lieu l'effet d'antisélection que cela engendre sur le marché des gestionnaires de portefeuilles. De nombreuses caisses de retraite qui se fient au rendement récent pour sélectionner les « meilleurs » gestionnaires de portefeuilles ont tendance à embaucher ceux qui ont obtenu un rendement élevé et à congédier ceux qui ont obtenu un piètre rendement. Ils laissent ainsi tomber les gestionnaires qui doivent se ressaisir pour embaucher ceux qui tomberont éventuellement de leur piédestal. Les résultats de Lakonishok et coll. (1992) montrent qu'il pourrait bien en être ainsi, du moins aux États-Unis. Les auteurs s'aventurent même à dire qu'une stratégie consistant à embaucher des gestionnaires de portefeuilles ayant déjà obtenus de bons résultats pourrait ne pas être mauvaise (p. 372). Ainsi, un trésorier qui adopte le mauvais horizon temporel retiendra systématiquement des gestionnaires qui afficheront un rendement inférieur à la moyenne.

Deuxièmement, les gestionnaires de portefeuilles savent que le rendement est imprévisible et ils élaboreront des stratégies pour différencier leurs produits et justifier leur rendement à court terme. De cette façon, ils auront toujours une bonne explication à donner lorsqu'ils obtiendront un rendement décevant à court terme. Cela les incite à recourir à des tactiques de camouflage. Lakonishok, Shleifer, Thaler et Vishny (1991) et Benartzi et Thaler (1992) ont constaté que les gestionnaires de portefeuilles se départissent en fin d'année

des actions qui ont donné un mauvais rendement pour leur substituer des titres à la mode, même si cela doit se faire aux détriment du rendement, afin d'être mieux en mesure d'impressionner leurs commanditaires. Mitchell et Hsin (1994, p. 5) affirment aussi que les gestionnaires de portefeuilles soumis à de fréquents examens du rendement peuvent en venir à subordonner les objectifs à long terme à des objectifs à court terme.

La troisième conséquence de la non-adoption d'une vision à long terme est le taux de roulement (plus) élevé des fonds. La variabilité du rendement incite les commanditaires à réaffecter trop souvent les fonds à d'autres gestionnaires de portefeuilles; elle incite aussi ces derniers à faire un trop grand nombre d'opérations sur le marché. Sur ce dernier point, Lakonishok et coll. (1992) ont fait une expérience intéressante : ils ont gelé les portefeuilles de gestionnaires de fonds pour des périodes de six ou douze mois et ont comparé les rendements obtenus de cette façon à ceux observés dans la réalité. Ils en ont conclu que les transactions faites par les caisses étaient improductives, le coût moyen s'établissant à 42 points de base par rapport au portefeuille gelé pour six mois et à 78 points de base par rapport au portefeuille gelé pour douze mois (p. 354).

Les processus de sélection et d'évaluation mis au point par les responsables des caisses de retraite incitent les gestionnaires de portefeuilles à infléchir leurs stratégies de placement, à faire trop d'opérations sur le marché et à vendre des actions qu'ils devraient conserver dans le but de « contenter » leurs commanditaires, c'est-à-dire leur donner de bons arguments pour expliquer un mauvais rendement. Cela signifie soit que les commanditaires font preuve de myopie et ignorent que les rendements trimestriels ne signifient pas grand chose, soit qu'ils le savent mais préfèrent accepter un rendement inférieur et des faux-fuyants à un rendement (plus) élevé.

Lakonishok et coll. (1992) sont d'avis que c'est le deuxième argument qui est fondé. Ils soulignent que si les responsables des caisses de retraite souhaitaient simplement obtenir un bon rendement, ils investiraient massivement dans les fonds indiciels qui ont donné un meilleur rendement que les fonds de retraite investis en actions depuis de nombreuses années. Plutôt, selon les auteurs, les trésoriers d'entreprises préfèrent opérer une diversification entre les gestionnaires de portefeuilles, obtenant ainsi un certain effet d'étalement. Du point de vue du trésorier, le problème que pose une stratégie de placement indiciel est qu'elle réduit considérablement sa tâche.

Comme dans le cas des fonds communs de placement, les caisses de retraite délèguent les décisions en matière de placement à des gestionnaires de portefeuilles. De même, elles répartissent les fonds investissables entre gestion active et gestion passive, sous la forme de fonds indiciels. Bien que les caisses de retraite aient des contraintes de liquidité beaucoup moins importantes que les fonds communs de placement (les travaux récents de Berkowitz et Logue, 1987, ont révélé que le taux de roulement annuel moyen des actions détenues par les caisses de retraite était de 61 p. 100, comparativement à 76 p. 100 pour les fonds communs de placement), nous avons des raisons de douter que les

gestionnaires de portefeuilles sont choisis en fonction de leur rendement à long terme. Comme Lakonishok et coll. (1992) l'ont affirmé, les commanditaires réaffectent manifestement les fonds en tenant compte du rendement passé et, parce qu'il est passablement difficile d'obtenir un rendement constant, il y a un roulement considérable au niveau des chefs de file de l'industrie et des parts de marché (p. 364). Enfin, comme les travailleurs ne peuvent que « voter avec leurs pieds », et seulement jusqu'à un certain point, le rendement relativement faible des caisses de retraite peut se poursuivre sans crainte qu'une sortie de capitaux ne déclenche une réaction.

Ayant fait valoir que les investisseurs institutionnels sont eux-mêmes aux prises avec des problèmes d'encadrement internes, nous passons maintenant à une analyse de l'interaction de ces problèmes et de l'activisme en matière de régie d'entreprise.

LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS DANS LA CORRECTION DES IMPERFECTIONS DU MARCHÉ

TOUT GESTIONNAIRE DE PORTEFEUILLE EST INCITÉ à surveiller les actions qu'il détient et les sociétés qui les émettent. Cette surveillance mène à trois initiatives possibles : une surveillance accrue, la vente des actions (sortie) ou une intervention visant à influencer les gestionnaires de l'entreprise. Les deux premières options sont assez claires. La troisième, l'intervention, englobe une vaste gamme d'initiatives possibles dont des discussions informelles avec les gestionnaires, la recherche de l'appui d'autres investisseurs institutionnels ou d'un important actionnaire, le parrainage d'une résolution d'actionnaires ou le déclenchement d'une lutte de procurations (Pozen, 1994; Rock, 1991, p. 453), ou l'adoption d'une stratégie de placement relationnel (détenir une importante participation dans une société, être représenté au conseil d'administration et prendre un engagement à long terme) (Ayres et Cramton, 1993).

L'ANALYSE AVANTAGES-CÔUTS POUR LE COMMANDITAIRE

SUPPOSONS QUE LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS MAXIMISENT le rendement pondéré en fonction du risque. Dans cette hypothèse, ils décideront des mesures à prendre en fonction du ratio avantages-coûts actualisé le plus élevé. Même si certaines formes d'activisme semblent profitables, le ratio avantages-coûts du dépôt des actions lors d'une prise de contrôle peut être encore plus élevé. Comme les coûts et les avantages de chaque option varient beaucoup et dépendent du contexte commercial, nous ne pouvons ici que faire des observations assez générales et hypothétiques.

Il est largement reconnu qu'en influençant la politique de gestion, un actionnaire produit un bien public : tous les autres actionnaires profitent de cette mesure disciplinaire, qu'ils y participent ou non. C'est la source d'un problème d'abstentionnisme fondamental : l'apathie peut être une attitude

rationnelle pour l'actionnaire qui ne s'attend pas à ce que sa contribution soit déterminante.

La probabilité que la contribution d'un actionnaire soit déterminante et la part du bien public qu'il peut s'attendre à obtenir sont proportionnelles à sa participation au capital-actions de l'entreprise. Si l'on accroît la concentration de la propriété en encourageant ou en permettant aux actionnaires institutionnels de détenir d'importantes participations, on devrait les inciter à adopter une stratégie plus dynamique. La concentration hausse aussi le coût de la sortie parce que la vente d'un important bloc d'actions a inévitablement pour effet d'abaisser le cours du titre.

Par contre, l'abstentionnisme est une stratégie rationnelle pour un petit actionnaire institutionnel ou lorsque un actionnaire ou un petit groupe d'actionnaires détient le contrôle. Cette situation s'observe fréquemment au Canada.

Pour les actionnaires institutionnels qui ne sont pas apathiques par choix rationnel, la décision d'intervenir auprès des gestionnaires et les situations qui les inciteraient à le faire dépendent du coût de l'organisation d'une initiative disciplinaire et du coût des représailles possibles. Ces coûts dépendent à leur tour de la nature et de l'objet de l'intervention.

Les réformes au niveau des procédés et de la procédure – la réglementation de la taille et de la composition des conseils d'administration (exiger qu'il y ait une majorité d'administrateurs externes et que le comité de rémunération et les autres comités clés leur soient confiés, etc.), l'imposition d'une limite à la durée du mandat des administrateurs et au nombre de conseils auxquels ils peuvent siéger, la séparation des fonctions de président du conseil et de chef de la direction, etc. – supposent des coûts de recherche et de surveillance moins élevés que la plupart des autres modes d'intervention, par exemple le remplacement de l'équipe de gestion ou les efforts visant à influencer la stratégie de l'entreprise. En outre, les grands investisseurs institutionnels qui possèdent des participations dans de nombreuses sociétés à propriété dispersée peuvent profiter d'économies d'échelle en utilisant les renseignements qu'ils recueillent pour influencer la structure de stimulants dans de nombreuses entreprises. Enfin, un important investisseur institutionnel peut raisonnablement partager ses connaissances avec d'autres importants investisseurs institutionnels afin d'obtenir leur appui. L'organisation de l'industrie des caisses de retraite au Canada (centrée autour des 20 principaux investisseurs publics et privés) est propice à l'établissement de telles coalitions. Le même raisonnement s'applique pour l'essentiel aux initiatives informelles, par exemple écrire une lettre explicative au chef de la direction ou aux administrateurs, ou avoir des discussions avec les gestionnaires de l'entreprise.

Il y a quatre raisons pour lesquelles ce mode d'intervention sera probablement moins fructueux lorsque les questions en jeu sont propres à l'entreprise. Premièrement, la microgestion exige un effort et une profondeur d'analyse que ne peuvent se permettre la plupart des caisses de retraite ou des fonds communs

de placement. En l'absence de connaissances aussi détaillées, un investisseur institutionnel ne peut déterminer les mesures à prendre. Avant de confier aux caisses de retraite la mission de rectifier la régie d'entreprise au Canada, nous devons nous assurer que ces institutions possèdent l'expérience et le savoir nécessaires pour accomplir ce travail. À notre avis, très peu de caisses de retraite sont équipées de façon appropriée sur ce plan. Le fait que les caisses de retraite publiques aient souvent été à l'avant-garde du mouvement de régie d'entreprise confirme cette opinion : elles ont plus de ressources que les autres investisseurs institutionnels parce qu'elles sont de taille beaucoup plus grande et qu'elles gèrent un pourcentage plus élevé de leurs fonds à l'interne. Même à cela, très peu se sont aventurées sur la voie de la microgestion.

Deuxièmement, la microgestion n'offre pas les mêmes économies d'échelle à l'investisseur. Le savoir requis pour évaluer un projet de restructuration, par exemple, pourrait n'avoir que peu d'utilité dans le cas d'une autre entreprise évoluant dans un autre secteur. Troisièmement, de telles initiatives seront probablement mal accueillies par les gestionnaires de l'entreprise, ce qui pourrait accroître la probabilité de représailles. Un gestionnaire de caisse de retraite peut craindre que l'entreprise qu'il tente de microgérer réagira en privant le commanditaire de la caisse de retraite de ventes futures ou en cessant de lui communiquer des renseignements. Le même raisonnement vaut pour les banques, les assureurs et les autres. La menace de représailles est un coût privé qui sera vraisemblablement assumé par l'investisseur institutionnel et elle est particulièrement plausible dans le contexte canadien, marqué par une concentration élevée de la propriété et la présence d'un réseau assez dense d'entreprises et d'administrateurs.

Enfin, si le fait d'avoir un représentant au conseil d'administration est un élément clé de la capacité de microgérer ou d'exercer une surveillance sur les politiques d'une entreprise, peu d'investisseurs institutionnels accepteront les coûts privés associés à la nomination d'un représentant au conseil d'administration. Le fait d'avoir un représentant au conseil est coûteux et accroît la responsabilité de l'institution – des coûts privés importants que l'on ne peut partager avec d'autres actionnaires. Premièrement, il y a le coût d'opportunité de la délégation d'un dirigeant ou d'un représentant de l'institution au conseil. Ensuite, il faut tenir compte de la responsabilité accrue à laquelle s'expose l'institution. Étant donné que les membres du conseil d'administration ne peuvent se prémunir entièrement contre tous les risques (Daniels et Waitzer, 1994), la décision de nommer un représentant au conseil d'administration accroît le risque auquel l'institution est exposée. Cette délégation limite aussi la capacité du propriétaire institutionnel de vendre ses actions en raison des dispositions qui s'appliquent aux opérations d'initiés. Les mêmes dispositions forcent l'institution à se conformer à des règles de divulgation supplémentaires. En outre, l'investisseur institutionnel pourrait se retrouver en position de conflits d'intérêts si le fait de détenir une importante participation au capital-actions peut, par exemple, être considéré comme une violation de son devoir fiduciaire.

Une analyse plus approfondie de cette question nous amènerait en territoire juridique[7], mais nous sommes d'avis que l'on peut faire valoir que ces coûts et responsabilités supplémentaires feront pencher la balance en faveur d'autres modes d'intervention.

Les facteurs qui incitent les investisseurs institutionnels à investir dans la recherche générique pour améliorer la régie de certains types d'entreprises ou d'industries sont encore contraints par le caractère de bien public de l'information qui pourrait en ressortir. Lorsqu'il est connu qu'une caisse de retraite publique ou qu'un fonds commun de placement consacre des ressources à cette fin, leurs décisions et leurs initiatives sont perçues par les autres investisseurs comme des signaux des possibilités qu'ils ont décelées.

Problèmes d'encadrement : Surveillance par les administrateurs de régimes de retraite et les gestionnaires de portefeuilles

En supposant qu'il soit dans l'intérêt d'un investisseur institutionnel d'influencer les gestionnaires ou les politiques de certaines entreprises dans lesquelles il a investi, le comportement des employés, des administrateurs des fonds et des gestionnaires de portefeuilles favoriserait-il cet intérêt ? On peut répondre que s'il était dans l'intérêt des fonds communs de placement ou des caisses de retraite d'intervenir activement pour influencer les gestionnaires ou les politiques des entreprises, ils adopteraient une structure de stimulants appropriée. Par ailleurs, on peut étudier l'organisation actuelle et se poser la question suivante : Dans un tel contexte, les mandataires se comporteront-ils dans l'intérêt du mandant ?

Nous soutenons que les investisseurs institutionnels ne maximisent pas nécessairement le rendement pondéré en fonction du risque. D'abord, l'incitation à maximiser les bénéfices et à intervenir pour exercer une influence peut être entravée par des déficiences sur le plan de la régie. Deuxièmement, la délégation de la gestion à des administrateurs et à des gestionnaires de portefeuilles peut aussi être entravée par des problèmes de risque moral et d'antisélection.

Les conséquences du risque moral

Lorsqu'un gestionnaire de portefeuille est embauché par un fonds commun de placement, le contrat de rémunération précise normalement que le gestionnaire doit s'acquitter des responsabilités liées aux sollicitations, voter selon les intérêts du fonds et présenter régulièrement des rapports à un conseiller. Le gestionnaire de portefeuille touche moins de 1 p. 100 par année sur l'actif qu'il gère. Ces honoraires ne couvrent pas les coûts de la plupart des mesures qui pourraient amener un changement dans la façon dont une société est régie (Pozen, 1994, p. 144). Par conséquent, si les gestionnaires de portefeuilles

dans ce segment de l'industrie consacrent des ressources à la surveillance des entreprises, ils éviteront généralement de prendre des mesures comportant des coûts élevés, par exemple le dépôt et l'élaboration de documents de sollicitation, les communications écrites avec l'ensemble des actionnaires et l'embauche de consultants ou d'avocats. En outre, le conseiller possède peu de renseignements pour évaluer la contribution des gestionnaires sur le plan de la régie, ce qui est à la base même du problème de risque moral.

Parce que les initiatives du gestionnaire de portefeuille ne sont pas visibles et que l'exercice d'une surveillance et d'une influence suppose des coûts mais engendre des rendements qui ne sont pas évidents aux yeux du conseiller, le gestionnaire de portefeuille sera tenté de réduire les coûts et de minimiser l'effort déployé pour influencer les gestionnaires d'entreprises. Ce problème se trouve aggravé si l'horizon temporel du gestionnaire de portefeuille est limité parce qu'il escomptera alors fortement tout avantage futur. Enfin, il y a de bonnes raisons de penser que les gestionnaires des fonds communs favoriseront la sortie à l'intervention. Cela ressort du taux de roulement élevé des actions détenues par les fonds communs de placement. Cette préférence pour la liquidité est liée au privilège de remboursement des parts des fonds communs de placement et est renforcée par la stratégie d'abord axée sur la sortie des investisseurs individuels des caisses de retraite.

Même si les caisses de retraite accordent beaucoup moins de valeur à la liquidité et affirment viser le long terme (Bauman et Miller, 1994, p. 32), nous avons vu que les administrateurs de fonds peuvent avoir de la difficulté à inciter les gestionnaires de portefeuille à adopter un horizon temporel lointain. Les honoraires de gestion sont un peu moins élevés au Canada qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni (30 points de base contre 35 et 39 respectivement)[8], ce qui signifie que les gestionnaires ont peu de ressources à consacrer à la surveillance (bien que nous ne comprenions pas pourquoi les circonstances sont différentes aux États-Unis et au Royaume-Uni). En outre, les gestionnaires de portefeuilles des caisses de retraite semblent être rémunérés non seulement en fonction de leur rendement sur le marché boursier, mais aussi de leur capacité de produire d'autres biens, tels que le « baratinage ».

Les conséquences de l'antisélection

Une stratégie de sélection valable semble faire défaut aux commanditaires. Même si cette question mériterait un examen beaucoup plus approfondi, on note un taux de roulement très élevé parmi les gestionnaires de portefeuilles et une certaine tendance à embaucher les gestionnaires qui obtiennent un rendement élevé et à congédier ceux qui ont un piètre rendement. Il se peut que les trésoriers se satisfassent de ce processus parce qu'il leur offre les boucs émissaires dont ils ont besoin[9].

Les activistes tels que Black (1992), qui font valoir que si la surveillance était profitable, les institutions financières trouveraient des moyens de s'approprier

ce bénéfice (p. 876), préconisent la sélection des gestionnaires en fonction de leur effort de surveillance. Nous sommes d'avis que cette option est intéressante mais qu'elle soulève d'autres questions.

Premièrement, il faudrait convaincre les commanditaires qu'il s'agit là d'une bonne chose qui devrait intervenir dans l'évaluation des gestionnaires de portefeuilles (ce qui ne semble pas être le cas à l'heure actuelle). Deuxièmement, les gestionnaires de portefeuilles réagiront à de tels changements contractuels en signalant leur intérêt et en démontrant la diligence et le sérieux avec lesquels ils s'acquittent de leurs devoirs fiduciaires. À moins de concevoir de bons signaux, il pourrait tout simplement en résulter encore plus de baratinage. L'opportunité d'inclure des mesures formelles de surveillance dans l'évaluation des gestionnaires dépend de la clarté des signaux. Un autre inconvénient pourrait être une pression accrue des gestionnaires d'entreprises sur les administrateurs de portefeuilles pour qu'ils appuient les activités commerciales du commanditaire, aggravant ainsi les conflits d'intérêts.

La valeur élevée que semblent accorder les commanditaires au rendement récent des gestionnaires qu'ils embauchent est une autre indication que le marché des gestionnaires de portefeuilles externes est peut-être aux prises avec des problèmes d'antisélection. Puisque le rendement est une notion imprécise et incohérente et que les avantages d'une bonne régie se manifestent à long terme, les gestionnaires de portefeuilles auront de la difficulté à obtenir une rémunération plus élevée en échange de la promesse d'une plus grande qualité. Lakonishok et coll. (1992) confirment cette hypothèse (p. 372) et notent aussi que les perceptions au sujet de la qualité des entreprises varient considérablement dans le temps et d'un client à l'autre (p. 364). En d'autres termes, les *réputations* sont difficiles à acquérir et à maintenir et cela limite le rôle de la réputation comme mécanisme de fidélisation. Les effets liés à la réputation ont donc peu de chance d'aider les commanditaires à sélectionner de bons gestionnaires.

ANALYSE DE POLITIQUES ET CONCLUSIONS

INNOVATIONS EN MATIÈRE DE SORTIE ET D'INTERVENTION

DANS CETTE SECTION, NOUS PRÉSENTONS UN EXAMEN CRITIQUE de nombreuses propositions issues des travaux consacrés au renforcement du rôle des investisseurs institutionnels dans la régie d'entreprise. Les propositions visant à améliorer les mécanismes de sortie et d'intervention peuvent entrer dans deux catégories : celles limitant la stratégie de placement des gestionnaires de portefeuilles et celles qui visent directement le problème de surveillance auquel doivent faire face les investisseurs.

RESTRICTIONS APPLICABLES À LA STRATÉGIE DE PLACEMENT

HIRSCHMAN (1970) A FAIT VALOIR QU'UNE FAÇON d'améliorer l'efficacité du mécanisme d'intervention est de restreindre la sortie. Cela soulève la question

de savoir si les autorités devraient encourager l'imposition de restrictions à la stratégie des investisseurs institutionnels pour forcer les gestionnaires de portefeuilles à jouer un rôle plus actif. On pourrait empêcher le recours à la sortie en invoquant les règles qui régissent le fonds (comme le font les limites en matière de propriété étrangère), ou en haussant le coût par une réglementation quelconque (par exemple, en imposant les gains en capital provenant des opérations de vente-achat) ou, plus simplement, en imposant une forme d'indexation sur une partie des fonds, bloquant ainsi partiellement l'accès à l'option de la sortie.

Ces propositions procèdent de l'idée que l'on peut « forcer » les investisseurs institutionnels à consacrer plus de ressources aux activités de surveillance et d'intervention. Ces investisseurs seraient en quelque sorte des « boîtes noires » et en limitant les choix qui s'offrent à eux, on pourrait les inciter à investir davantage dans la régie d'entreprise. Nous avons soutenu le contraire, c'est-à-dire que la régie et l'organisation internes des investisseurs institutionnels entrent également en jeu.

Nous désapprouvons ces propositions de réforme et nous soutenons qu'elles sont injustifiées pour des raisons financières. Premièrement, il n'est pas clair que les investisseurs emploient trop souvent le mécanisme de la sortie ou que celui-ci est inefficace en comparaison du mécanisme de l'intervention. Ceux qui préconisent de telles restrictions n'ont pas encore démontré l'inefficacité relative de la sortie dans le contexte canadien en tenant compte du fait que le Canada possède des marchés de capitaux évolués et efficaces, semblables à ceux des États-Unis et du Royaume-Uni.

Deuxièmement, soulignons que l'efficacité de l'intervention dépend aussi de la présence d'une menace de sortie crédible. L'intervention de CalPERS a été amplifiée par le risque non seulement du recours à des résolutions d'actionnaires mais aussi d'une sortie massive – avec les effets désastreux que cela aurait eu sur le cours des actions. En limitant davantage la stratégie de sortie des institutions canadiennes, on risque de réduire l'efficacité de leur stratégie d'intervention.

Troisièmement, l'étroitesse du marché boursier canadien, son manque de liquidité relative et l'indexation indirecte découlant de la diversification opérée par les commanditaires parmi différents types de gestionnaires de portefeuilles et par le recours des gestionnaires de portefeuilles actifs aux placements indiciels pour protéger le rendement supérieur qu'ils ont obtenu sont tous des éléments qui nous incitent à penser qu'à moins d'adopter une réglementation radicale, un plus grand recours à l'indexation n'entraînerait, en soi, que peu de changement au niveau des comportements. De fait, les grands actionnaires institutionnels canadiens sont déjà confinés au marché relativement étroit des actions canadiennes, avec pour résultat que le régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, la Caisse de dépôt et placement du Québec, le régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS) et d'autres importants investisseurs institutionnels détiennent déjà

des participations relativement importantes dans les plus grandes entreprises canadiennes. La concentration de la propriété est plus grande au Canada qu'aux États-Unis, alors que la liquidité y est plus faible, mais le comportement des investisseurs institutionnels canadiens ressemble à celui de leurs homologues américains. À nouveau, nous y voyons une preuve qu'à moins d'envisager des changements radicaux, il est peu probable que les investisseurs institutionnels seront plus actifs.

Le fait de restreindre délibérément la liquidité des investisseurs institutionnels canadiens comporte des coûts. L'efficacité globale des marchés financiers canadiens diminuerait et le contenu informationnel du prix des actions en serait touché négativement. Sur un marché financier efficient, les fluctuations du prix des actions transmettent certains renseignements (accompagnés de parasites) des investisseurs informés à ceux qui ne le sont pas. Ce transfert d'information améliore le fonctionnement du marché financier et contribue indirectement à l'efficacité du système de régie d'entreprise. La surveillance des investisseurs informés permet de transmettre des renseignements par l'intermédiaire des prix au marché financier. Le marché discipline ensuite les entreprises qui ne donnent pas un rendement satisfaisant en haussant leurs coûts financiers.

Le contenu informationnel du prix des actions assure un équilibre délicat entre la prestation de stimulants aux entreprises, pour qu'elles donnent un bon rendement, et aux investisseurs, pour qu'ils exercent une surveillance. Formellement, comme Grossman et Stiglitz (1976) l'ont montré, le pourcentage des bailleurs de fonds qui exercent une surveillance est, à l'équilibre, tel que ces derniers reçoivent une juste rémunération financière en contrepartie de leurs coûts de surveillance. Les surveillants éventuels tiennent donc compte de la diffusion imparfaite des renseignements qu'ils peuvent acquérir; ils savent par ailleurs que s'ils n'exercent pas de surveillance, les prix des actions transmettront tout de même certains renseignements. Nous croyons que ces considérations sont fondamentales et qu'elles devraient intervenir dans toute évaluation des restrictions que l'on envisage d'imposer à la politique de placement des investisseurs institutionnels.

Une restriction de ce genre qui a déjà de sérieuses répercussions secondaires est la réglementation relative à la propriété étrangère. Au Canada, la *Loi de l'impôt sur le revenu* impose un plafond de 20 p. 100 aux actions étrangères (à leur valeur comptable) que peut détenir une caisse de retraite d'entreprise. La concentration des placements des caisses de retraite canadiennes incite donc les gestionnaires de portefeuilles à tenter d'améliorer la régie des entreprises canadiennes.

Nous pensons toutefois que cet effet sera probablement limité parce que, comme nous l'avons montré, malgré la concentration assez forte de la propriété au Canada, le comportement des investisseurs institutionnels canadiens ne diffère pas sensiblement de celui de leurs homologues américains. Par ailleurs, cette restriction impose deux coûts importants à l'économie canadienne.

Premièrement, les gains éventuels sur le plan de la régie engendrés par cette restriction devraient être pondérés minutieusement par le coût que représente pour les travailleurs canadiens la diversification plus limitée de leurs caisses de retraite. Ce coût sera vraisemblablement important pour deux raisons : la capitalisation du marché canadien ne représente qu'un pourcentage restreint du marché boursier mondial et les titres canadiens sont axés vers les secteurs de ressources.

Deuxièmement, il faut tenir compte du coût implicite des conflits d'intérêts que fait surgir cette réglementation. Les grands investisseurs institutionnels canadiens ont des participations importantes dans la presque totalité des entreprises canadiennes et la mesure dans laquelle ils peuvent se conformer aux lois sur les opérations d'initiés et aux règles sur les conflits d'intérêts soulève de sérieuses questions. Lorsqu'un important investisseur institutionnel tel le régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario joue aussi le rôle de courtier afin de faciliter des prises de contrôle, les questions d'éthique, de droit et de régie se compliquent davantage[10]. L'assouplissement des règles relatives à la propriété étrangère atténuerait immédiatement ces coûts tout en renforçant l'efficacité de la stratégie de sortie en lui donnant plus de crédibilité.

Pour reprendre, le retrait de la réglementation sur la propriété des actions étrangères aurait, à notre avis, peu d'effets préjudiciables sur la régie des entreprises canadiennes. De fait, elle pourrait ajouter un certain poids au rôle disciplinaire du mécanisme de sortie.

Améliorations des stimulants à la surveillance

Les partisans d'une réforme soutiennent que de nouvelles institutions pourraient fournir de meilleurs stimulants en matière de surveillance. Deux propositions en ce sens visent à encourager la création d'une catégorie de surveillants professionnels et à encourager les placements relationnels. Ces deux propositions renferment des idées intéressantes mais nous tenons à signaler que certaines lacunes ne pourront faire autrement que d'en gêner le fonctionnement.

Gilson et Kraakman (1991) ont récemment proposé qu'une (nouvelle) classe de surveillants professionnels, qui interviendraient auprès de cinq ou six conseils d'administration et dont la tâche serait de surveiller les gestionnaires, pourrait être une solution appropriée à de nombreux problèmes de régie. Ces surveillants seraient rémunérés par les entreprises elles-mêmes mais, ce qui est plus important, ils seraient incités à exercer une surveillance à cause des effets de « réputation » engendrés par le marché nouvellement créé pour ces postes de surveillants. Rappelons toutefois que les imperfections sur le plan de la régie des sociétés sont surtout dues à des problèmes d'information. En envisageant la régie d'entreprise dans ce contexte, il devient évident que l'ajout d'une catégorie de surveillants professionnels ne permet pas de solutionner les problèmes qui sont au cœur du débat.

D'abord, tous les problèmes du marché des gestionnaires referait surface sur le marché des surveillants. Comment le marché évaluerait-il ces intervenants ? Il faudrait qu'il s'appuie sur les mêmes mesures de rendement que celles employées pour les gestionnaires. À notre avis, ce marché n'offrirait aucun avantage pour ce qui est d'engendrer des effets de réputation suffisamment puissants pour améliorer la surveillance et, partant, l'effort de gestion. De plus, nous croyons que le problème de la cooptation des conseils d'administration par les gestionnaires – même s'il s'en trouvait atténué – réapparaîtrait probablement au sein de cette classe de surveillants professionnels parce que ces derniers appartiendraient au réseau des gestionnaires et des initiés. En l'absence de signaux clairs sur leur efficience, les surveillants de l'extérieur seront exposés à des problèmes de risque moral. L'esprit de « club » jouerait ici aussi, notamment sur le marché canadien restreint. Par ailleurs, comme la qualité de la surveillance est difficile à observer, nous devrions nous attendre à ce que les surveillants professionnels soient aussi portés à servir du baratinage à leurs commanditaires pour démontrer qu'ils se sont acquittés avec diligence de leur fonction. Enfin, notons qu'il n'y a, actuellement, aucun obstacle juridique ou institutionnel à l'apparition d'une telle classe d'administrateurs externes. Serait-ce un indice que cette idée n'offre pas d'avantages tangibles.

L'investissement dit « relationnel » a aussi reçu une certaine attention dernièrement. Il signifie que des investisseurs ayant une perspective à long terme sont prêts à s'engager à acquérir et à détenir une participation importante au capital-actions d'une entreprise. Ces investisseurs participent activement aux décisions stratégiques de l'entreprise. Ayres et Cramton (1993) ont examiné en détail les avantages de cette forme de placement.

Ils soutiennent qu'elle comporte de forts stimulants à l'exercice d'une surveillance et d'une influence parce que l'investisseur peut s'approprier une part importante des gains découlant de ces activités. L'interaction répétée de l'investisseur et des gestionnaires devrait renforcer les effets de réputation requis pour inciter l'investisseur à exercer une surveillance. Par ailleurs, les auteurs estiment que cette forme de placement atténue les problèmes de risque moral plus efficacement que les prises de contrôle, dans la mesure où elle isole les gestionnaires des tentatives de prise de contrôle inefficientes (voir notre analyse antérieure). Enfin, ils affirment qu'un tel investisseur peut exercer une pression adéquate sur les gestionnaires alors que les marchés internes et externes risquent d'en appliquer trop, notamment si ces marchés ont une orientation à court terme. Comme le montrent les faibles marchés du contrôle des sociétés en Europe et au Japon, l'investisseur à long terme sera probablement moins porté à réagir aux fluctuations à court terme de la rentabilité ou du prix des actions si ces mouvements sont temporaires ou ne sont pas liés à des problèmes d'encadrement.

Néanmoins, l'investissement relationnel soulève des problèmes qui lui sont propres. D'abord, il importe que l'investisseur s'engage à détenir un pourcentage important du capital-actions de l'entreprise. Comment un

investisseur, en particulier un investisseur institutionnel, peut-il adopter une telle stratégie ? Même les caisses de retraite, qui accordent un poids relativement faible à la liquidité, auraient de la difficulté à résister à une offre de prise de contrôle à un prix supérieur à la valeur marchande des titres. Les primes versées aux actionnaires des entreprises ciblées en Amérique du Nord atteignent en moyenne 30 p. 100 et sont parfois plus élevées. Ensuite, le placement relationnel fait pencher la balance stimulant-diversification en faveur de plus forts stimulants à la surveillance et d'une diversification réduite du portefeuille. La plupart des investisseurs institutionnels, les caisses de retraite notamment, reculeront devant un tel engagement. Encore une fois, rien n'empêcherait les investisseurs institutionnels d'adopter une telle stratégie à l'heure actuelle. Il semble donc que cet arbitrage soit compris des investisseurs et qu'ils jugent que la microgestion est trop coûteuse en termes de diversification des risques et de liquidité réduites.

INNOVATIONS AXÉES SUR LES RÈGLES DE DIVULGATION

LA PRÉSENTE ÉTUDE EST AXÉE SUR L'INFORMATION ASYMÉTRIQUE et les problèmes d'encadrement dans le but d'expliquer les éléments d'inefficience observés dans la formulation des contrats financiers et le processus de régie des sociétés. La première mesure à prendre en vue d'atténuer les problèmes d'information est d'exercer une surveillance sur les activités de l'entreprise. Toute augmentation du niveau de surveillance devrait améliorer la régie d'entreprise. Nous proposons certaines innovations portant sur les règles de divulgation qui contribueraient à améliorer la régie d'entreprise.

Récemment, le Québec et l'Ontario ont proposé des règlements pour obliger les entreprises à divulguer la rémunération des cinq gestionnaires les mieux payés. Ces renseignements sont utiles pour analyser les stimulants offerts aux gestionnaires; ils constituent donc un élément valable des activités de surveillance visant à évaluer les problèmes de risque moral et d'antisélection. Nous appuyons d'emblée cette innovation. De fait, nous croyons qu'une telle réglementation devrait s'appliquer aux gestionnaires des fonds communs de placement et des caisses de retraite.

Ces fonds ont leurs propres problèmes de régie qui débordent sur la régie des entreprises dans lesquelles ils investissent. La divulgation de la rémunération des gestionnaires de portefeuilles ne pourrait que favoriser le processus de régie interne. Les investisseurs apprendraient comment utiliser ces renseignements et cela déclencherait probablement des réactions de sortie et/ ou d'intervention. Cela devrait donc faciliter la « surveillance des surveillants ».

Actuellement, les contrats des gestionnaires de portefeuilles sont presque exclusivement axés sur la taille de l'actif confié à leur responsabilité. Dans un cadre statique, ce mode de rémunération comporte probablement peu de stimulants. Mais dans un contexte dynamique, comme nous l'avons vu, les gestionnaires de portefeuilles peuvent être incités à accroître la taille de l'actif

confié à leur gestion afin d'augmenter leur rémunération au cours de la période suivante. Par conséquent, il est possible que de telles formules de rémunération offrent des stimulants appropriés.

Nous croyons que de meilleures règles de divulgation pourraient attirer l'attention des investisseurs sur le problème que soulève la conception d'une formule de rémunération capable de motiver les gestionnaires de fonds. Nous avons ainsi fait valoir que, dans un certain nombre de cas, les gestionnaires de portefeuilles tenteront de maximiser le rendement attendu pour un niveau donné de risque. Mais le rendement attendu n'est pas la seule caractéristique intéressant les petits investisseurs. Ils veulent aussi connaître le niveau de risque. Puisque le risque n'est pas observable pour les investisseurs, la rémunération des gestionnaires pourrait être liée à des indices du degré de « risque » du fonds, en employant une mesure telle que la variance historique du rendement du fonds. Des formules de rémunération complexes pourraient inciter les gestionnaires de portefeuilles à offrir aux investisseurs le profil de risque-rendement qu'ils souhaitent. Une autre innovation pourrait consister, dans le cas des fonds de placement, à divulguer la valeur b du portefeuille.

Une autre idée nouvelle en matière de divulgation pouvant contribuer à réduire les coûts de surveillance serait de modifier les normes comptables afin d'inclure des données économiques plus pertinentes dans les états financiers. De nombreuses possibilités s'offrent ici : divulgation obligatoire par les entreprises de leur part de marché, de la qualité de leur produit, de leur niveau de productivité, de la satisfaction de la main-d'œuvre et de la clientèle, des indices de contrôle de la qualité, etc. Si ces indicateurs de performance étaient divulgués pour l'entreprise et l'ensemble de l'industrie, disons pour une période de cinq ans, ils fourniraient un repère utile pour l'évaluation du rendement d'une équipe de gestionnaires.

Les renseignements économiques compléteraient les données comptables et financières classiques. Un désavantage de ces indices est qu'ils pourraient affaiblir la position stratégique de certaines entreprises qui sont en concurrence sur le marché mondial avec d'autres entreprises non assujetties à de telles règles de divulgation. La portée de ces mesures doit donc être évaluée avec soin avant qu'elles ne soient mises en œuvre.

CONCLUSIONS

MANIFESTEMENT, LES POSSIBILITÉS QU'OFFRE L'ACTIVISME INSTITUTIONNEL sont beaucoup moins grandes au Canada qu'aux États-Unis. Le nombre de sociétés à propriété dispersée est plus restreint au Canada, ce qui limite le nombre de cas où les investisseurs institutionnels pourraient jouer un rôle pivot. Pour la plupart des investisseurs et dans la plupart des circonstances, une attitude passive est le choix rationnel à faire. Nous croyons aussi que le bon sens pointe en direction des caisses de retraite publiques et privées comme candidates les

plus prometteuses en matière d'activisme, de surveillance et d'intervention auprès des gestionnaires.

Nous sommes d'avis que les faiblesses observées dans la régie des caisses de retraite doivent être résolues avant que nous puissions espérer améliorer de façon significative l'organisation interne de ces caisses et donc tirer un dividende d'une meilleure régie des entreprises canadiennes.

Étant donné que les caisses de retraite pourraient jouer, dans un avenir rapproché, un rôle plus important au niveau de la régie des entreprises canadiennes, nous pensons que les questions génériques liées au processus et aux procédures sont celles qui ont le plus de chance de surgir. Nous faisons aussi l'hypothèse que les caisses de retraite préféreront des modes d'intervention informels aux modes formels, ainsi que des stratégies de conciliation à des stratégies de confrontation sur les questions de régie d'entreprise. Des progrès rapides pourraient être faits si les plus importantes caisses trouvaient des moyens de coordonner leur position. Une analyse détaillée des portefeuilles d'actions des 20 plus importantes caisses de retraite, par exemple, pourrait éclairer cette question.

Nous faisons aussi quelques commentaires préliminaires sur l'opportunité de certaines innovations en matière de réglementation avec, en fond de scène, un tableau plutôt sombre des modifications proposées en matière de régie au Canada. Nous croyons qu'un ajustement fin de la réglementation financière ne pourra amener de changements significatifs des comportements en matière de régie. À de nombreux égards, le contexte canadien diffère sensiblement du contexte américain; néanmoins, le comportement des investisseurs institutionnels canadiens et américains est remarquablement similaire.

On peut attirer l'attention sur les régimes forts différents du Japon et de l'Allemagne, mais il n'y a aucune preuve concluante de la supériorité de l'un ou de l'autre de ces systèmes de régie. Les arguments invoquant la supériorité de ces régimes sont habituellement fondés sur la conviction qu'ils favorisent l'établissement de rapports à long terme et l'investissement relationnel et qu'ils évitent la préoccupation pour le court terme. Ainsi, les données indiquent que les « contraintes de liquidité » sont plus importantes dans les entreprises nord-américaines[11]. Cela voudrait dire que le financement interne est moins coûteux que le financement externe pour ces entreprises, ce qui pourrait signifier que les marchés de capitaux sont aux prises avec des problèmes d'information.

Mais les contraintes de liquidité auxquelles fond face les entreprises nord-américaines peuvent être interprétées comme des contraintes optimales imposées aux équipes de gestionnaires pour les empêcher de faire des placements non rentables. La théorie des liquidités excédentaires de Jensen (1986) fait ressortir clairement ce point. Les entreprises assujetties à des contraintes de liquidité peuvent être plus efficientes parce qu'elles n'ont pas la possibilité d'investir dans des projets ayant une valeur négative. Quant à savoir si cet argument peut s'appliquer à la situation du Japon et de l'Allemagne, pour prétendre que la cooptation des investisseurs par les gestionnaires permet à ces

derniers de faire trop d'investissements (dans des projets non rentables), c'est là une question empirique. Ces idées n'ont pas été étayées formellement dans les travaux publiés ni vérifiées sur le plan empirique. À l'heure actuelle, elle demeurent des hypothèses. Mais elles méritent certainement un examen plus attentif avant que des modifications radicales soient apportées aux politiques dans le contexte canadien.

Par ailleurs, certaines données récentes indiqueraient la présence de problèmes de risque moral et d'antisélection dans les régimes japonais et allemand. Ainsi, la déréglementation des marchés financiers au Japon, qui a permis aux entreprises d'émettre plus facilement des obligations, en a incité plusieurs à délaisser le mode de financement des *keiretsu* pour adopter la formule des contrats de financement typiques des marchés nord-américains. Cela contredit certes l'opinion selon laquelle les contrats financiers japonais sont supérieurs. En outre, des données récentes sur la cooptation des banques par les gestionnaires d'entreprises en Allemagne montrent que le système allemand n'est pas à l'abri des collusions ni, de fait, aussi efficient qu'on l'avait crû[12].

Nos connaissances actuelles ne nous permettent pas de tirer des conclusions définitives sur l'efficience relative des modèles japonais et allemand par rapport au modèle nord-américain. En l'absence de preuves en ce sens, nous affirmons que des changements importants ou radicaux à notre système actuel de régie d'entreprise seraient tout à fait injustifiés. Qui plus est, même en supposant que les régimes de régie d'entreprise japonais et allemand soient supérieurs, nous doutons qu'ils puissent être facilement reproduits ou imités; les institutions s'inscrivent dans le cours de l'histoire.

Par contre, nous avons aussi fait valoir que de nombreux règlements visant à réduire les asymétries d'information entre les investisseurs et les gestionnaires de portefeuilles pourraient permettre d'améliorer l'efficience du régime de régie des sociétés au Canada.

D'un côté, nous pensons que certaines réformes pourraient apporter des avantages sociaux, mais nous nous empressons d'ajouter qu'ils seraient probablement d'importance marginale. De l'autre, il faudrait étudier attentivement les projets de modifications fondamentales à cause de leurs répercussions importantes sur l'efficience des marchés financiers canadiens. Ces marchés s'inscrivent dans un cadre complexe de croyances, d'attitudes et de valeurs et ils nous ont bien servis jusqu'à maintenant. Par conséquent, nous devrions nous assurer que toute réforme importante de la réglementation n'aura pas involontairement pour effet de réduire leur efficience ou d'altérer leur valeur fondamentale.

NOTES

1 Voir Black (1992), qui présente un vibrant plaidoyer en faveur d'une expansion du rôle des investisseurs institutionnels aux États-Unis.

2 *Fortune* et *Canadian Business*, 1993.

3 Au Canada, au 31 janvier 1995, 1 077 fonds communs de placement figuraient dans les tableaux Bell du *Financial Times of Canada*. En outre, l'entrée est relativement facile, un aspect qui a notamment été exploité par les banques après la déréglementation du secteur financier. La concurrence étrangère est en hausse. Les renseignements sur le rendement de chaque fonds sont facilement disponibles, la performance de l'ensemble des fonds étant régulièrement examinée dans les journaux, les bulletins spécialisés et d'autres sources.

4 Statistique Canada, *Caisses de retraite en fiducie*, 1992.

5 *The Financial Post*, « Canada's Largest Corporations », 1994.

6 Une stratégie consistant à sélectionner, à chaque trimestre, les gestionnaires les plus performants au cours des quatre derniers trimestres [...] peut permettre d'obtenir un rendement sensiblement supérieur à la moyenne des fonds communs de placement, même si celle-ci n'est que marginalement supérieure à certains des indices-clés du marché (Hendricks, Patel et Zeckhauser, 1993, p. 122).

7 Voir Black (1992) et Daniels et Waitzer (1994), qui traitent de ces questions.

8 Greenwich Associates, *Survey of Canadian Pension Funds*, 1994.

9 Pourquoi les entreprises permettent-elles à leurs trésoriers de s'incruster de cette façon ?

10 « Pension Fund Power », *The Globe and Mail*, le samedi 17 juin, p. B1 et B3.

11 Par exemple, Bascunan, Poitevin et Garcia (à paraître) ont tenté de vérifier l'existence d'un lien entre le niveau d'investissement des entreprises et leur liquidité. Ils constatent que les entreprises canadiennes et américaines sont assujetties à une contrainte de liquidité alors que les entreprises japonaises et allemandes ne le sont pas.

12 *The Economist* (29 janvier 1994) signale que certaines entreprises allemandes, telles que Siemens, Daimler-Benz et Metallgesellschaft, ont été plus lentes à identifier ces problèmes que les entreprises américaines. Dans le même article, un analyste et un avocat allemands imputent le blâme des mauvais investissements de nombreuses grandes entreprises allemandes à la faible supervision assurée par les banques.

BIBLIOGRAPHIE

Ayres, I. et P. Cramton, « An Agency Perspective on Relational Investing », document de travail n° 105, John Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School, 1993.

Bailey, J. V., « Some Thoughts on Performance-Based Fees », *Financial Analysis Journal*, juillet-août 1990, p. 31-40.

Bascunan, M., M. Poitevin et R. Garcia, « Information asymétrique, contrainte de liquidité et investissement : une comparaison internationale », *L'Actualité économique*, (à paraître).

Bauman, W. S. et R. E. Miller, « Can Managed Portfolio Performance Be Predicted ? », *The Journal of Portfolio Management*, été 1994, p. 31-40.

Baumol, W. J., *The Economics of Mutual Fund Market: Competition versus Regulation*, 1990.

Beaudry, P. et M. Poitevin, « Competitive Screening in Financial Markets when Borrowers can Recontract », *Review of Economic Studies*, vol. 62, 1995, p. 401-423.

Beebower, G. et G. Bergstrom, « A Performance Analysis of Pension and Profit-Sharing Portfolios: 1966-1975 », *Financial Analysts Journal*, vol. 33, 1977, p. 31-42.

Berkowitz, M. K. et Y. Kotowitz, « Incentives and Efficiency in the Market for Management Services: A Study of Canadian Mutual Funds », *Revue canadienne d'économique*, vol. 26, n° 4, 1993.

Berkowitz, M. K., Y. Kotowitz et L. Waverman, « Enterprise Structure and Corporate Concentration: A Technical Report », Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, Canada, 1977.

Berkowitz, S. A et D. Logue, « The Portfolio Turnover Explosion Explained », *Journal of Portfolio Management*, printemps 1987.

Berle, A. A. Jr et G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace and World Inc., New York, 1932.

Bhagat, S., A. Shleifer et A. Vishny, « Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization », *Brookings Paper on Economic Activity*, 1990.

Black, B. S., « Shareholder Passivity Reexamined », *Michigan Law Review*, vol. 89, 1991, p. 520-607.

_____, « Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice », *UCLA Law Review*, vol. 39, 1992, p. 811-893.

Black, F. et M. Scholes, « The Pricing of Options and Corporate Liabilities », *Journal of Political Economy*, vol. 81, 1973, p. 637-654.

Brinson, G., L. R. Hood et G. Beebower, « Determinants of Portfolio Performance », *Financial Analysts Journal*, vol. 43, 1986, p. 39-44.

Coffee, J. C., « Liquidity versus Control: The Institutional Investor As Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, vol. 91, n° 6, 1991.

Connor, G. et R. Korajczyk, « The Attributes, Behavior, and Performance of U.S. Mutual Funds », *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 1, 1991, p. 5-26.

Daniels, R. et J. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *Osgoode Hall Law Review*, vol. 29, 1991.

Daniels, R. et E. J. Waitzer, « Challenges to the Citadel: A Brief Overview of Recent Trends in Canadian Corporate Governance », vol. 23, 1994, p. 23-44.

Demsetz, H., « Financial Regulation and the Competitiveness of the Large U.S. Corporation », *Federal Reserve Bank of St. Louis Bulletin*, mars 1993.

Demsetz, H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, décembre 1985, p. 1155-1177.

Fowler D. J. et C. H. Rorke, « Insider Trading Profit on the Toronto Stock Exchange », *Revue canadienne des sciences de l'administration*, 1988.

Gilson, R. J. et R. Kraakman, « Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors », *Stanford Law Review*, vol. 43, 1991, p. 863-906.

Grinblatt, M. et S. Titman, « Mutual Funds Performance: An Analysis of Quarterly Portfolio Holdings », *Journal of Business*, vol. 62, 1989, p. 393-416.

Grossman, S. et O. Hart, « Takeover Bids, The Free Rider Problem and the Theory of the Corporation », *Bell Journal of Economics*, vol. 11, 1980, p. 42-64.

Hendricks, D., J. Patel et R. Zeckhauser, « Hot Hands in Mutual Funds: Short-Run Persistence of Relative Performance, 1974-1988 », *Journal of Finance*, mars 1993, p. 93-130.

Hirschman, A. O., *Exit, Voice and Loyalty, Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1970.

Ippolito, R., « Efficiency with Costly Information: A Study of Mutual Fund Performance, 1965-1984 », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 104, 1989, p. 1-23.

Jensen, M. C., « The Performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964 », *Journal of Finance*, vol. 23, 1968, p. 389-416.

_____, « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, 1986, p. 323-329.

_____, « Takeovers: Their Causes and Consequences », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, n° 1, 1988, p. 21-48.

_____, « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, vol. 67, septembre-octobre 1989, p. 61-74.

Lakonishok, J., A. Shleifer et R. Vishny, « The Structure and Performance of the Money Management Industry », *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics 1992*, p. 339-391.

Lakonishok, J., A. Shleifer, R. Thaler et R. Vishny, « Window Dressing By Pension Fund Managers », *American Economic Review*, mai 1991, p. 227-231.

Mitchell, O. S. et P. L. Hsin, « Public Pension Governance and Performance », document de travail n° 4632, NBER, janvier 1994.

Patry, M. et M. Poitevin, « Les prises de contrôle hostiles : l'expérience canadienne », paru dans *La mondialisation des sociétés par le jeu des fusions et acquisitions*, ouvrage publié sous la direction de L. Waverman, University of Calgary Press, Calgary, 1991.

Pozen, R. C., « Institutional Investors: The Reluctant Activists », *Harvard Business Review*, janvier-février 1994, p. 140-149.

Rock, E. B., « The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism », *The Georgetown Law Journal*, vol. 79, 1991, p. 445-506.

Romano, R., « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered », *Columbia Law Review*, vol. 93, n° 4, 1993.

Sappington, D. E., « Incentives in Principal-Agent Relationships », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, n° 2, 1991, p. 45-66.

Shleifer, A. et L. Summers, « Breach of Trust in Hostile Takeovers », paru dans *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ouvrage publié sous la direction de A. J. Auerbach, University of Chicago Press, Chicago, 1988.

Shleifer, A. et R. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, 1986, p. 461-488.

Taylor, K., « Return on the Index Fund », *Benefits Canada*, février 1995, p. 25-26.

Wang, W. Y., « Corporate versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance », *Washington Law Review*, vol. 69, 1994.

Stephen Foerster
École d'administration des affaires
Université Western Ontario

10

L'activisme institutionnel des caisses de retraite du secteur public : Le modèle CalPERS appliqué au Canada

INTRODUCTION

LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ENGLOBENT les caisses de retraite publiques, les caisses de retraite privées (d'entreprises), les fonds communs de placement et les compagnies d'assurance. Selon l'enquête de Paré (1990), menée auprès des chefs de la direction des principales entreprises américaines, les gestionnaires de caisses de retraite publiques étaient perçus comme le groupe d'actionnaires le plus interventionniste. Étant donné les nombreuses similitudes avec le Canada et la proximité des deux pays, les caisses de retraite publiques des États-Unis constituent un sujet d'intérêt naturel dans une étude de l'interventionnisme des investisseurs (même si, à l'échelle mondiale, le Royaume-Uni est aussi perçu comme un chef de file pour ce qui est de l'intérêt accordé aux questions de régie d'entreprise).

Le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) est la plus importante caisse de retraite publique aux États-Unis avec un actif d'environ 80 milliards de dollars US (112 milliards de dollars canadiens); il est aussi considéré comme l'investisseur institutionnel le plus actif dans ce pays. CalPERS a participé à des campagnes de sollicitation de procurations depuis 1985. Il a aussi comme politique de cibler les entreprises qui ont un mauvais rendement et de tenter de l'améliorer en rencontrant les gestionnaires, en émettant des résolutions d'actionnaires ou en votant contre le conseil d'administration. À chaque année depuis 1991, cette caisse de retraite a donné en privé des avertissements anticipés aux entreprises cibles et, par la suite, elle a publié une liste révisée (habituellement plus courte) des entreprises qui n'avaient pas donné suite aux préoccupations soulevées lors des rencontres privées. Une étude récente de Nesbitt (1994), portant sur 42 initiatives de CalPERS entre 1987 et 1992, a révélé que les entreprises visées avaient un rendement *inférieur* à l'indice S&P 500 de 60 p. 100 avant l'intervention de CalPERS, mais que leur rendement *dépassait* le même indice de 40 p. 100 par la suite.

À l'heure actuelle au Canada (et dans d'autres pays que les États-Unis), il semble y avoir très peu (le cas échéant) de caisses de retraite publiques qui affichent un niveau d'interventionnisme se rapprochant de celui de CalPERS. Une question importante qui se pose pour les gestionnaires et les responsables de la réglementation au Canada est pourquoi les caisses de retraite publiques n'ont-elles pas été, au Canada, aussi visiblement actives que CalPERS ? Au moins quatre hypothèses différentes pourraient expliquer ce phénomène.

Une explication possible est la réglementation différente qui s'applique dans les deux pays. Une deuxième explication est que, au Canada, des groupes intermédiaires ou indépendants, tels que Fairvest Securities Corporation ou l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (ACGFR), pourraient assumer ce rôle d'interventionnisme. Une troisième explication possible est le décalage souvent observé entre les innovations américaines et canadiennes, ou encore les différences de taille importantes entre les plus grandes caisses de retraite américaines et canadiennes. Une quatrième explication a trait à une question de style : les gestionnaires des caisses de retraite canadiennes hésitent peut-être plus à s'engager dans des confrontations ouvertes à « l'américaine ».

Si la première explication est valide, toute réforme de la réglementation pourrait alors accélérer le mouvement vers un style d'interventionnisme semblable à celui de CalPERS au Canada. Si la deuxième explication prévaut, ces groupes indépendants continueront d'acquérir de l'importance. Si nous retenons la troisième explication, l'examen du modèle CalPERS pourrait servir de repère utile pour guider l'interventionnisme des investisseurs institutionnels au Canada à mesure que les caisses de retraite canadiennes prendront de l'expansion et que leurs gestionnaires deviendront plus conscients des avantages de l'activisme institutionnel. Si la quatrième explication est juste, nous ne devrions nous attendre à déceler aucun changement *visible* dans la façon dont les gestionnaires de caisses de retraite publique abordent les questions liées à l'activisme. Bien entendu, une combinaison de ces explications, et d'autres, est aussi possible.

Dans la présente, nous examinons ces hypothèses dans le contexte de la régie d'entreprise et de l'activisme institutionnel, en s'appuyant principalement sur des entrevues menées auprès de gestionnaires d'importantes caisses de retraite publiques au Canada. Plus précisément, l'étude vise les objectifs suivants :

- Fournir un cadre détaillé du modèle d'activisme des investisseurs offert par CalPERS.

- Évaluer l'« évolution » de l'activisme des caisses de retraite publiques au Canada (en référence au modèle CalPERS) et déterminer quelles questions liées à la régie d'entreprise

importent pour les gestionnaires de caisses de retraite publiques.

- Donner aux autorités une indication de la façon dont la réglementation actuelle est perçue par les investisseurs institutionnels.

- Donner aux administrateurs une indication de ce qu'ils peuvent attendre pour l'avenir sur le plan de l'activisme des investisseurs institutionnels.

Voici comment l'étude est structurée : la première section est consacrée à un examen de l'activisme des caisses de retraite publiques en Amérique du Nord et de leur rôle à cet égard. La section suivante renferme une description du modèle CalPERS et un examen de certaines tendances possibles liées à l'intervention de CalPERS dans les questions de régie d'entreprise. Dans la troisième section, nous décrivons la méthodologie de l'enquête ayant servi à la présente étude. Enfin, après un exposé des résultats des entrevues menées auprès de gestionnaires de caisses de retraite canadiens, nous présentons, dans la dernière section, un sommaire et des conclusions.

LE CONTEXTE

L'EXPÉRIENCE CANADIENNE

L'UN DES PREMIERS INCIDENTS PUBLICS IMPORTANTS d'activisme institutionnel au Canada a eu lieu en 1986 lorsque des membres de la famille Billes (fondatrice de la société Canadian Tire) ont conclu une entente – subséquemment renversée par la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario – par laquelle ils cédaient 49 p. 100 des actions avec droit de vote de l'entreprise à un groupe de détaillants Canadian Tire à un prix comportant une prime substantielle par rapport au marché, en excluant de la transaction de nombreux importants détenteurs institutionnels d'actions sans droit de vote (voir l'analyse de Stoffman, 1990).

Un autre exemple intéressant d'activisme institutionnel a été l'adoption par la société Inco de la première pilule empoisonnée au Canada en 1988, laquelle a donné lieu à une vive opposition de la part de la Caisse de dépôt et placement du Québec – qui détenait 3 p. 100 du capital-actions de l'entreprise – et d'autres institutions. Si les pilules empoisonnées et les régimes de droits des actionnaires se présentent sous diverses formes, la plupart visent à accorder des droits spéciaux aux actionnaires d'une entreprise dans l'éventualité d'une tentative de prise de contrôle *non souhaitée* de la part d'une autre entreprise. Ainsi, les actionnaires en titre peuvent avoir le droit d'acquérir d'autres actions

à un prix fortement escompté, diluant du même coup la valeur de la participation de l'acquéreur éventuel. En pratique, les pilules empoisonnées ne sont pas déclenchées; plutôt, elles forcent les acquéreurs éventuels à négocier avec le conseil d'administration. Les critiques font valoir que cela confère au conseil – et non aux actionnaires – un pouvoir de veto sur toute offre qui pourrait être faite; les partisans de ces mesures soutiennent par ailleurs que les pilules empoisonnées permettent au conseil d'administration de négocier un prix plus élevé. Au Canada, contrairement à la situation qui prévaut aux États-Unis, les entreprises sont tenues par la loi provinciale de faire ratifier leurs régimes de pilules empoisonnées par les actionnaires. Les pilules empoisonnées adoptées au Canada prévoient habituellement la présentation d'« offres autorisées » à l'approbation des actionnaires; si l'offre est acceptée, le mécanisme de la pilule n'est pas déclenché. Le succès obtenu par Inco était partiellement attribuable au fait que la pilule empoisonnée était rattachée à un dividende spécial de 10 $. En 1995, les projets de pilules empoisonnées faisaient encore la manchette, 20 nouvelles propositions étant à l'étude (voir Mackenzie, 1994).

Au cours des années 90, de nombreuses grandes caisses de retraite ont pris une part plus active aux questions de régie d'entreprise, principalement en raison de leur taille croissante et de leur présence accrue sur les marchés boursiers – qui font qu'il leur est plus difficile de vendre tout simplement leurs actions lorsqu'elles sont insatisfaites de l'équipe de gestion. Outre la Caisse, des caisses de retraite telles que le régime de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS), le conseil du régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, CN Investments et d'autres caisses importantes sont maintenant connues dans les milieux financiers pour leur intervention sur des questions de régie d'entreprise même si celle-ci ne se manifeste pas toujours de façon visible. Une enquête menée auprès d'actionnaires institutionnels canadiens par Montgomery (1992) a révélé que, dans la perception de la vaste majorité (plus de 80 p. 100) des répondants, non seulement l'activisme des actionnaires institutionnels canadiens avait augmenté dans le passé, mais que cette tendance se poursuivrait vraisemblablement dans l'avenir.

De nombreuses questions ayant retenu l'attention des institutions sont de nature structurelle (non liées à la gestion courante des entreprises), par exemple, le capital-actions à catégories multiples, les divers mécanismes de défense contre les tentatives de prise de contrôle, la rémunération des dirigeants, ainsi que la taille et la composition du conseil d'administration (voir MacIntosh, 1993, pour un examen approfondi du rôle des investisseurs institutionnels au Canada). Outre les investisseurs institutionnels eux-mêmes, des intermédiaires tels que Fairvest, l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite et le gestionnaire de caisses de retraite Jarislowsky, Fraser ont agi pour le compte d'un groupe plus vaste d'investisseurs institutionnels.

Fairvest Securities Corporation est une entreprise de courtage de valeurs mobilières qui agit exclusivement comme négociant-mandataire pour des investisseurs institutionnels. Autrefois appelée Allenvest (d'après le nom de

son fondateur, Bill Allen), cette société a joué un rôle actif dans les questions de régie d'entreprise. Elle est considérée par certaines institutions comme la « conscience » des actionnaires. Pour certaines institutions qui ne souhaitent pas jouer un rôle de premier plan, Fairvest est en quelque sorte un paravent qui leur permet de s'impliquer dans les questions de régie d'entreprise. Fairvest tient les investisseurs institutionnels informés grâce à sa publication intitulée *Corporate Governance Review*. Elle a récemment présenté un mémoire au comité sur la régie d'entreprise de la Bourse de Toronto.

L'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite est un autre intermédiaire. Elle représente plus de 100 caisses de retraite canadiennes dont l'actif total dépasse 250 milliards de dollars. Elle vise à offrir un forum où sont débattues et réglées les questions qui intéressent les caisses de retraite. Le rôle de l'Association est considéré comme étant avant tout à caractère éducatif. Elle a aussi diffusé des normes de régie d'entreprise à ses membres.

De nombreux aspects du marché canadien limitent la participation possible des investisseurs institutionnels (voir Montgomery et Leighton, 1993), par exemple la prédominance de la structure du capital-actions à catégories multiples (plus de 200 entreprises inscrites à la Bourse de Toronto) et la domination des actionnaires principaux (ceux qui possèdent au moins 20 p. 100 des droits de vote), estimée à 70 p. 100 parmi les 100 plus grandes sociétés ouvertes au début des années 90, mais qui aurait diminué quelque peu. La régie d'entreprise demeure néanmoins une question de premier plan, notamment avec la publication du rapport Dey sur la régie d'entreprise, de la Bourse de Toronto (voir l'aperçu de Star, 1994, et les critiques de Thain, 1994, et MacIntosh, 1995).

L'EXPÉRIENCE AMÉRICAINE

L'INTERVENTION DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS CANADIENS dans les questions de régie d'entreprise a procédé parallèlement à de nombreux incidents récents aux États-Unis. Au cours des années 90, une nouvelle forme d'activisme a remplacé les prises de contrôle sur le marché du contrôle des entreprises (voir Pound, 1992, et Pozen, 1994, qui présentent des exemples récents). Les initiatives des investisseurs institutionnels qui ont eu recours à des votes par procuration ont reçu un appui croissant au fil des années (voir Silverstein, 1994). Il n'est pas étonnant que les caisses de retraite du secteur public aient ouvert la voie en matière d'activisme (voir l'enquête menée auprès d'investisseurs institutionnels des États-Unis par Useem et coll., 1993), en partie à cause de leur taille, mais aussi en raison de l'horizon d'investissement plus lointain et des cas de conflits d'intérêts possibles (si la société XYZ, qui vend des produits, possède une importante caisse de retraite privée qui détient des actions de la société ABC, XYZ hésitera à voter contre la volonté des gestionnaires d'ABC si cette dernière achète les produits de XYZ ou pourrait le faire). La croissance et la concentration de la propriété institutionnelle aux États-Unis a été spectaculaire. Entre 1985 et 1990, les participations institutionnelles

dans les 25 plus importants titres américains sont passées de 36 à 46 p. 100 (Chernoff, 1993). Si les actionnaires institutionnels, comme groupe, détiennent maintenant plus de 50 p. 100 du capital-actions des entreprises américaines, on estime que les seules caisses de retraite détiendront le tiers de toutes les actions en circulation d'ici l'an 2000 (Cordtz, 1993). Les actionnaires institutionnels ont récemment utilisé leur pouvoir pour aider à déloger le chef de la direction de sociétés américaines aussi importantes et connues (qui avaient, dans bien des cas, un rendement inférieur), qu'American Express, General Motors et Digital Equipment (voir Stewart, 1993). CalPERS a joué un rôle de chef de file dans de nombreuses initiatives de ce genre.

Les caisses de retraite du secteur public dans un rôle d'activiste

S'il y a de nombreuses raisons de penser que les caisses de retraite du secteur public sont des chefs de file naturels en matière d'activisme institutionnel – leur taille, leur horizon de placement à plus long terme et les risques plus limités de conflits d'intérêts – elles font aussi face à des problèmes éventuels. Comme l'ont signalé Murphy et Nuys (1994), les structures d'incitation et de régie de certaines caisses de retraite publiques pourraient n'offrir qu'un faible stimulant à accroître la valeur des fonds administrés. Ainsi, les auteurs affirment que dans les régimes à prestations déterminées, des prestations de retraite futures prédéterminées sont promises aux employés du secteur public avec la garantie (ultime) des contribuables de l'État, qui sont les véritables ayants droit résiduels; pourtant, la plupart des conseils de surveillance de ces régimes ont une responsabilité fiduciaire à l'endroit des bénéficiaires (les employés du secteur public à la retraite) et non des ayants droit résiduels (les contribuables). Ils font l'hypothèse que les conseils sont moins intéressés à obtenir un rendement élevé qu'à éviter de prendre des risques importants et de verser des frais de gestion élevés. Ils soulignent que les gestionnaires des caisses de retraite publiques reçoivent souvent des salaires peu élevés et qu'ils ont peu de stimulants financiers, tout en faisant face à des contraintes au moment d'exercer une surveillance sur les entreprises dont ils détiennent des actions. Les gestionnaires de caisses de retraite ont souvent une connaissance technique limitée de certaines entreprises et sont soumis à des restrictions quant à la participation au capital-actions. L'étude note que CalPERS et d'autres caisses de retraite ont pu contourner certaines restrictions en comblant des postes clés, tel celui de directeur des placements, en faisant appel à des consultants de l'extérieur.

Une étude récente de Wahal (1995) indique que certaines caisses de retraite publiques, dont CalPERS, ont réussi assez bien à faire accepter des résolutions d'actionnaires et à persuader des entreprises d'adopter les réformes proposées. Mais l'auteur doute de l'effet à long terme sur le prix des actions des entreprises visées. Pour l'ensemble de l'échantillon des actions détenues, le rendement « excédentaire » moyen est généralement positif durant les trois

années qui suivent l'intervention (notamment pour les entreprises dont le rendement était inférieur avant l'intervention), mais il ne diffère pas de façon significative du rendement pondéré en fonction des conditions du marché. Mais certains résultats présentés dans la même étude (décrits ci-après) laissent penser que CalPERS pourrait être l'une des caisses de retraite publiques qui a exercé une certaine influence.

LE MODÈLE CALPERS

IL EST UTILE NON SEULEMENT DE DÉCRIRE le modèle d'activisme de CalPERS, mais aussi de retracer son évolution et de projeter des tendances probables. Cet aperçu permettra aux gestionnaires des caisses de retraite canadiennes de profiter de l'expérience acquise par CalPERS.

LES ANTÉCÉDENTS

EN 1993, CALPERS ÉTAIT LA TROISIÈME PLUS IMPORTANTE caisse de retraite au monde (derrière la caisse new-yorkaise TIAA-CREF et la caisse néerlandaise Algemeen Burgerlijk) et la plus importante caisse de retraite du secteur public aux États-Unis. Elle desservait plus d'un million de membres : des retraités ayant travaillé pour diverses administrations locales, de comtés et de l'État. On prévoyait que la caisse continuerait de croître dans l'avenir immédiat parce que, même si elle versait plus de 8 millions de dollars US par jour en prestations, elle disposait par ailleurs de plus de 15 millions de dollars US à chaque jour à des fins de placement (voir Ybarra, 1995, pour une description récente de CalPERS et l'historique de son implication dans les questions de régie).

En 1993, CalPERS détenait un portefeuille d'actions évalué à 22,4 milliards de dollars US dans plus de 1 000 entreprises américaines; sa participation s'établissait en moyenne à 0,6 p. 100. Son portefeuille était composé à 41 p. 100 de titres à revenu fixe et à 40 p. 100 d'actions (deux tiers en actions américaines et un tiers, soit 8 milliards de dollars US, en actions d'entreprises internationales), le reste étant constitué de biens immobiliers, de placements privés, de prêts hypothécaires et d'encaisses. Environ 80 p. 100 des actions détenues étaient gérées passivement à l'interne, tandis que le reste était confié à une vingtaine de gestionnaires de l'extérieur.

HISTORIQUE DE L'ACTIVISME DE CALPERS

L'ACTIVISME DE CALPERS REMONTE À LA PÉRIODE DE FORTE ACTIVITÉ de fusions et acquisitions du début des années 80. Afin de conserver le contrôle de leur entreprise, les gestionnaires de nombreuses sociétés ont eu recours à des mécanismes de lutte contre les tentatives de prise de contrôle, par exemple le *chantage à l'OPA*, les *stratégies de la « terre brûlée »* et les *pilules empoisonnées*. De nombreuses études ont démontré que ces techniques ont souvent entraîné une diminution du prix des actions de l'entreprise. Une bonne partie de ces

actions étaient détenues par des caisses de retraite telles que CalPERS. Par conséquent, dès 1985, CalPERS s'est trouvé impliqué dans des questions de régie d'entreprise et notamment dans des courses aux procurations déclenchées en vue de l'assemblée annuelle des actionnaires de diverses sociétés. Selon ses représentants, l'une des principales raisons de l'intervention de l'organisme était le refus des dirigeants des entreprises de communiquer de quelque façon, ne serait-ce qu'en retournant les appels téléphoniques.

En 1986, Jesse Unruh, membre du comité des placements de CalPERS, a participé à la création d'un organisme de défense des droits des actionnaires appelé Council of Institutional Investors (CII). La même année, Richard Koppes a été embauché comme avocat général. En 1987, Dale Hanson est devenu chef de la direction. Cette année-là, CalPERS a commencé à émettre des résolutions d'actionnaires lors des assemblées annuelles. Ces résolutions visaient principalement à supprimer les pilules empoisonnées récemment adoptées par diverses entreprises. Selon ses représentants, CalPERS a employé des résolutions d'actionnaires parce que, à l'époque, il s'agissait du seul instrument dont disposait l'organisme.

Ces premières campagnes menées par CalPERS ont suscité une résistance considérable de la part des gestionnaires et, pour la plupart, n'ont pas donné de résultat (notons toutefois qu'en 1988, CalPERS a remporté sa première victoire sur les gestionnaires – une proposition visant à contrer le chantage à l'OPA). À l'époque, les règlements de la Securities and Exchange Commission (SEC) (modifiés par la suite en 1992) restreignaient la communication entre les investisseurs, compliquant la tâche des grands investisseurs institutionnels qui auraient voulu mettre leurs efforts en commun sur certaines questions de régie d'entreprise. De plus, la seule communication avec les gestionnaires avait lieu lors de l'assemblée annuelle. Mais CalPERS a éprouvé beaucoup de difficulté dans les cas où il a tenté de punir une entreprise (pour avoir adopté une pilule empoisonnée) alors que celle-ci avait enregistré des bénéfices records et que le prix de ses actions était en hausse.

Vers la fin de 1989, avec la collaboration de consultants de l'extérieur, CalPERS a modifié sa stratégie. Dans un document intitulé « Why Corporate Governance ? » (1989), CalPERS a articulé sa philosophie en matière de régie d'entreprise. Elle ne mettait plus l'accent sur certaines initiatives particulières des dirigeants, par exemple l'adoption de pilules empoisonnées, mais plutôt sur la promotion de réformes structurelles visant à améliorer le rendement. Ainsi, l'organisme se proposait de renforcer les conseils d'administration en y faisant nommer des administrateurs indépendants et plus qualifiés. En outre, CalPERS insistait sur l'importance de tenter de maximiser le rendement sur ses placements et d'adopter une perspective à long terme.

CalPERS a continué d'éprouver une résistance considérable dans ses premiers efforts en vue d'appliquer cette nouvelle stratégie. On l'accusait de ne pas comprendre les entreprises et les industries où elles évoluaient. CalPERS a aussi soulevé l'antagonisme de ces entreprises lorsque, en 1990, il a fait parvenir

un questionnaire aux administrateurs des entreprises inscrites à la cote S&P 500 pour solliciter leur avis sur sa nouvelle stratégie en matière de régie d'entreprise.

En 1990 et 1991, CalPERS a rencontré d'autres membres du CII et a dressé une liste de dix principes de régie d'entreprise qui a été publiée dans le *Harvard Business Review* (The Working Group on Corporate Governance, 1991). Ces principes portaient notamment sur le renforcement du conseil d'administration en confiant à des administrateurs externes le mandat d'évaluer le rendement du chef de la direction, une meilleure sélection des candidats aux postes d'administrateurs et l'adoption par les actionnaires institutionnels d'une stratégie d'intervention ressemblant davantage à celle d'un propriétaire que d'un investisseur (voir la critique de Wharton, Lorsch et Hanson, 1991).

CalPERS a tenté d'insister sur le dialogue entre gestionnaires et investisseurs institutionnels. Selon Dale Hanson, ancien chef de la direction, il était important que les gestionnaires connaissent les 20 plus importants actionnaires au moment où l'entreprise se portait bien afin que les mêmes actionnaires soient plus compréhensifs durant les périodes difficiles (*Chief Executive*, 1994). En 1992, CalPERS a tenté une approche plus « souple et en douceur » en organisant des rencontres informelles sans employer la menace d'une résolution d'actionnaires, mais cette stratégie a été en grande partie inopérante et la caisse a décidé à nouveau de présenter des résolutions d'actionnaires.

En octobre 1992, principalement en raison de la participation de CalPERS, la SEC a modifié la règle qui limitait la communication entre les grandes institutions. Les personnes désintéressées ne cherchant pas à obtenir des procurations ont été exemptées des exigences relatives aux procurations et, ainsi, pouvaient communiquer librement avec d'autres personnes ou par l'entremise des médias. Cette modification des règles a permis aux grandes institutions de planifier plus facilement des stratégies de vote sur des questions fondamentales.

En 1992 et à nouveau en 1994, CalPERS a commandité des études auprès de Wilshire Associates afin d'évaluer l'efficacité de son programme de régie d'entreprise (Nesbitt, 1992 et 1994, et un sommaire paru dans *The Economist*, 1994). La première étude, qui portait sur 42 initiatives prises par CalPERS entre 1987 et 1992, a révélé que les entreprises cibles avaient un rendement de 60 p. 100 *inférieur* à celui de l'indice S&P 500 avant l'intervention de CalPERS, mais de 40 p. 100 *supérieur* à l'indice après l'intervention de l'organisme. La deuxième étude a par ailleurs révélé que, depuis 1990, les campagnes menées par CalPERS ont donné des résultats encore plus spectaculaires que ceux obtenus lors des campagnes antérieures axées sur certaines initiatives de dirigeants d'entreprises. Cette étude renferme une importante analyse avantages-coûts de l'activisme. Selon les deux études, pour une participation moyenne de CalPERS au capital-actions d'environ 35 millions de dollars US, le rendement excédentaire cumulatif a représenté un gain moyen sur le rendement du marché d'environ 2,9 millions de dollars US par entreprise, soit

137 millions de dollars US pour l'ensemble des sociétés visées, ce qui est nettement supérieur aux coûts d'administration annuels estimés à 500 000 dollars US. Un rapport récent de l'avocat général et conseiller juridique principal de CalPERS, Koppes et Reilly, (1994), présente ces résultats comme le « lien manquant » entre l'approche axée sur la régie d'entreprise préconisée par CalPERS et le redressement du prix des actions d'une entreprise. D'autres preuves du lien entre régie d'entreprise et rendement ressortent d'une importante étude réalisée par le groupe Gordon pour CalPERS où l'on souligne les résultats positifs des stratégies de placement actives (Gordon et Pound, 1993).

Dans une étude récente, Wahal (1995) a examiné un certain nombre de caisses de retraite américaines qui ont adopté une gestion active pour constater que seules les entreprises visées par les initiatives de CalPERS avaient vu le prix de leurs actions réagir de façon positive et significative autour de la date cible. En outre, les résultats de Wahal soulignent l'importance (au niveau de l'effet sur l'avoir des actionnaires) d'une intervention axée sur le rendement, qui semble être le principal facteur ayant contribué à la réaction « excédentaire » du prix des actions.

L'intervention publique la plus récente de CalPERS a porté sur la promotion des GM *Guidelines* – 28 principes liés aux questions de régie d'entreprise élaborés par la société General Motors en mars 1993. Ces principes traitent de la sélection du président du conseil d'administration et du chef de la direction, de l'utilisation des comités du conseil, de la taille du conseil, de la composition du conseil (administrateurs internes et externes), des critères de sélection des nouveaux administrateurs, de l'évaluation du rendement, de la planification de la relève et d'autres questions de régie d'entreprise. À l'automne de 1994, CalPERS a distribué des copies de ces lignes directrices à 200 des plus importantes entreprises américaines, en leur demandant d'adopter des principes semblables. Des lettres de suivi ont été envoyées aux non-répondants pour les informer que les réponses (ou l'absence de réponse) feraient l'objet d'un classement qui serait rendu public. Le système d'évaluation mis au point par CalPERS était le suivant : A+ pour une réponse excellente, A pour une bonne réponse, B pour un bonne réponse nécessitant plus de renseignements, C pour une réponse nécessitant plus de renseignements, D pour avoir passé à côté de la question, F+ pour une fin de non-recevoir et F pour l'absence de réponse. En octobre 1994, la revue *Business Week* a publié les résultats (Dobrzynski, 1994*b*). Par la suite, de nombreuses entreprises qui avaient obtenu la cote insatisfaisante F (pour ne pas avoir répondu à la demande) ont été réévaluées après avoir fait parvenir leurs réponse à CalPERS. En décembre 1994, CalPERS a étendu l'enquête aux cent plus grandes entreprises suivantes. À ce stade, 83 p. 100 des cent plus grandes entreprises avaient répondu et près de la moitié avaient terminé ou étaient en voie de terminer une évaluation interne des questions de régie (c'est-à-dire qu'elles avaient obtenu la cote A ou B).

LE MODÈLE CALPERS EN 1995

EN OCTOBRE 1994, LES ADMINISTRATEURS DE CALPERS ONT EMBAUCHÉ au poste de chef de la direction un ancien directeur adjoint des placements, James Burton, en remplacement de Dale Hanson (qui avait démissionné de CalPERS pour joindre les rangs d'une société de placements). Burton avait été impliqué dans les questions de régie d'entreprise durant deux ans avant l'arrivée de Hanson. Par la suite, Burton a décerné à l'avocat général Koppes le titre supplémentaire de directeur général adjoint et lui a confié la responsabilité des questions de régie d'entreprise. Moins visible que Hanson, Koppes était déjà fortement engagé dans les questions de régie d'entreprise.

La version actuelle du modèle CalPERS représente une approche raffinée et soigneusement planifiée dans le temps (voir Hanson, 1993, pour un aperçu récent du processus). En juin de chaque année, un cabinet conseil de l'extérieur reçoit une liste d'environ 1 000 sociétés américaines qui figurent dans le portefeuille de placements géré à l'interne par CalPERS. Le cabinet conseil facilite la sélection initiale en classant les entreprises selon le rendement qu'elles ont donné aux actionnaires au cours de la plus récente période complète de cinq ans (il produit aussi un rapport sur les résultats de la plus récente période de six mois). On examine aussi le rendement des entreprises par rapport à celui de leur secteur (au niveau des codes CTI à deux et trois chiffres) et les résultats annuels.

CalPERS s'intéresse ensuite au quartile inférieur – environ 250 entreprises – selon le rendement absolu de chaque entreprise sur une période de cinq ans. Ces entreprises font l'objet d'un examen plus attentif de la part de l'organisme. D'autre mesures du rendement sont établies, par exemple le rendement sur l'actif, le rendement sur les fonds propres, le rendement sur les ventes, la rentabilité et le ratio de versement de dividendes. En outre, tout plan de restructuration récemment annoncé ou toute circonstance particulière (par exemple, un changement au sein de l'équipe de direction) est noté, de même que le nombre d'actions détenues par CalPERS.

Les analystes industriels à l'emploi de CalPERS examinent ces entreprises et consultent aussi d'autres rapports indépendants, tels ceux de *Value Line*. Une brève évaluation de chaque entreprise est jointe au rapport. Ce processus se déroule habituellement en juillet et août.

Plusieurs critères sont utilisés pour ramener le quartile inférieur à une liste des « 50 entreprises en difficulté ». Certaines entreprises, comme les services publics évoluant dans des secteurs fortement réglementés sont éliminées. Si l'ensemble d'un secteur affiche de piètres résultats, la plupart des entreprises de ce secteur peuvent être écartées. Les filiales de sociétés mères étrangères ne sont pas ciblées, ni les entreprises qui ont un niveau élevé de propriété interne (supérieur à 30 p. 100, généralement) ou un faible niveau de propriété

institutionnelle (inférieur à 20 p. 100, généralement). Ces critères visent à augmenter les chances d'obtenir une amélioration du rendement. Les sociétés récemment restructurées sont parfois rayées de la liste, si la restructuration est perçue comme un effort sérieux et sert les meilleurs intérêts de l'entreprise.

Vers septembre, le comité des placements se réunit pour terminer la liste des « 50 entreprises en difficulté ». Selon, notamment, des recommandations du service des placements de CalPERS, le comité choisit alors les 10 entreprises qui seront la cible d'un effort d'amélioration du rendement.

Les 10 entreprises ayant affiché les pires résultats, ainsi que les 20 à 25 suivantes reçoivent une lettre – envoyée au président du conseil d'administration – qui indique le nombre d'actions détenues par CalPERS et signale l'inquiétude soulevée par le rendement de l'entreprise. On invite l'entreprise à s'attaquer à certains problèmes particuliers et on lui demande quelles mesures sont envisagées en vue d'améliorer le rendement. En outre, on sollicite une rencontre avec (notamment les administrateurs indépendants) les 10 entreprises qui affichent le pire rendement.

Au cours des mois qui suivent, si le prix de l'action des entreprises qui figurent sur la seconde liste des entreprises ayant affiché le plus mauvais rendement s'améliore sensiblement, elles peuvent voir leur nom retiré de la liste de surveillance. Si les 10 entreprises ayant le plus mauvais rendement ne réagissent pas aux suggestions de CalPERS, elles feront alors l'objet d'une résolution d'actionnaires à la prochaine assemblée annuelle (qui a lieu habituellement en février ou en mars). À la fin de janvier ou au début de février, CalPERS publie sa liste des 10 sociétés ciblées ayant affiché le plus mauvais rendement. La liste de 1995 comprenait les sociétés First Mississipi, U.S. Shoe, Jostens, Boise Cascade, Melville, K Mart, Navistar International, Zurn Industry et Oryx Energy. CalPERS tente de rencontrer les dirigeants de ces entreprises et de résoudre les questions qui se posent avant la tenue de l'assemblée annuelle. À l'occasion, certaines entreprises demeurent sur la liste de CalPERS pendant plusieurs années, tandis que d'autres sont retirées de la liste après avoir accédé aux demandes de CalPERS. Par exemple, la liste des 10 pires entreprises de 1994 a été ramenée à seulement 2 entreprises (Dobrzynski, 1994*a*, et Anand, 1994).

TENDANCES ET QUESTIONS FUTURES

CALPERS S'INSCRIT DANS UNE VAGUE D'ACTIVISME INSTITUTIONNEL croissant qui ne montre aucun signe de ralentissement. Plusieurs raisons semblent expliquer l'activisme accru des caisses de retraite du secteur public aux États-Unis (telles CalPERS). Compte tenu de la taille de nombreuses caisses de retraite publiques, se départir d'un bloc d'actions qui ne donne pas de résultats satisfaisants ne constitue tout simplement pas une option viable parce que le coût de la vente du bloc d'actions peut être assez élevé. Une partie de l'activisme accru peut aussi être attribuée à une décision rendue par le

Département du travail des États-Unis, en 1988, selon laquelle les caisses de retraite doivent exercer le droit de vote qui se rattache aux actions qu'elles détiennent exclusivement au bénéfice de leurs membres (au lieu de s'abstenir de voter ou d'appuyer automatiquement les dirigeants). Beaucoup de questions et de tendances continueront de marquer l'évolution du modèle CalPERS.

Les médias

Une partie du succès obtenu par CalPERS en matière de régie d'entreprise est attribuable au pouvoir et à l'influence des médias aux États-Unis. Il faut se rappeler que la participation moyenne de CalPERS n'est que d'environ 0,6 p. 100 des actions en circulation. Mais son influence est multipliée grâce à l'attention qu'accordent les médias à des initiatives telles que sa liste « noire » annuelle et la lettre qu'elle a récemment publiée au sujet des principes de GM. Aussi longtemps que CalPERS pourra susciter cette attention publique, elle continuera d'avoir de l'influence.

Nouveaux critères

La clé des succès récents de CalPERS semble être sa capacité de lier directement les questions de régie d'entreprise au piètre rendement à long terme des entreprises. Un nouveau critère qui s'est récemment ajouté à la « grille » de placement est toutefois plus controversé. Une étude réalisée pour CalPERS par le groupe Gordon a révélé une corrélation positive entre le rendement financier et certaines méthodes de travail, par exemple la rotation des emplois, la formation professionnelle et les équipes autogérées (voir l'analyse de Birchard, 1994). Le temps nous dira si ce critère est un prolongement naturel de l'effort visant à lier les questions de régie au rendement ou s'il représente une incursion du côté de questions sociales qui pourrait n'avoir aucun lien avec les résultats.

Stratégie axée sur les indices

Les placements indiciels – constituer des portefeuilles d'actions qui reproduisent les indices bien connus tels que le S&P 500 – demeurent une pratique (relativement) plus fréquente aux États-Unis qu'au Canada. Dans le cas des caisses de retraite, elle soulève une intéressante question liée au devoir de « prudence » de ces organismes. Koppes et Reilly (1994) affirment que le fait de pondérer le portefeuille selon un indice à des fins de diversification pourrait ne pas constituer un critère adéquat de prudence et que les caisses de retraite pourraient être obligées de surveiller activement ces fonds « passifs ». Les auteurs soutiennent qu'il pourrait être plus approprié d'appliquer une grille de critères aux indices eux-mêmes en fonction d'un modèle quelconque de régie d'entreprise. Cette question est liée à celle que nous avons soulevée

précédemment au sujet de l'élaboration d'une technique de sélection appropriée – qui serait fondée sur le rendement de l'entreprise.

Diversification à l'échelle mondiale

À mesure que CalPERS se diversifie sur le plan international, il s'intéresse plus activement aux questions de régie d'entreprise à l'étranger. En 1993, CalPERS détenait des placements dépassant 500 millions de dollars US dans chacun des pays suivants : la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, l'Espagne et le Royaume-Uni, et des placements dépassant 300 millions de dollars US en Australie, au Canada et aux Pays-Bas. CalPERS a retenu les services d'un consultant international pour examiner la possibilité d'une participation plus étendue aux initiatives de sollicitation de procurations à l'étranger; cette initiative en est à l'étape de l'étude préliminaire.

L'investissement relationnel

La perspective la plus intéressante qui s'offre à CalPERS est de recourir davantage à une stratégie de placement relationnel, qui n'est pas forcément liée à la régie d'entreprise mais qui procède de la même philosophie. Cette stratégie est définie par les représentants de CalPERS comme étant la « décision consciente de détenir un important bloc d'actions ordinaires ou privilégiées dans une entreprise et de s'engager à participer activement à sa gestion sur un horizon de placement à long terme » (Koppes et Reilly, 1994, p. 7-8). La façon dont évoluera la notion de « gestion active » déterminera éventuellement le succès ou l'échec de cette approche.

MÉTHODOLOGIE DE L'ENQUÊTE

MAINTENANT QUE NOUS SOMMES FAMILIARISÉS avec le modèle CalPERS, nous pouvons examiner l'administration des caisses de retraite du secteur public au Canada. Nous présentons d'abord une brève description de la méthodologie de l'enquête que nous avons effectuée. Entre janvier et mars 1995, des entrevues personnelles ont été menées auprès de deux groupes : des dirigeants et des gestionnaires (appelés collectivement les gestionnaires de fonds) d'un nombre restreint de grandes caisses de retraite publiques au Canada, dont la Caisse de dépôt et placement du Québec, le régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, OMERS, une autre caisse importante (qui souhaite demeurer anonyme) et un représentant de la société Fairvest Securities.

Les gestionnaires de caisses de retraite ont été invités à répondre à une série de questions traitant de quatre grands sujets : la composition de leur portefeuille et leur philosophie de placement en actions; leurs opinions sur l'activisme institutionnel au Canada; le modèle CalPERS d'activisme institutionnel; et, enfin, l'avis qu'ils souhaiteraient donner aux chefs de la direction,

aux administrateurs et aux gestionnaires des entreprises canadiennes. De nombreuses questions étaient intentionnellement ouvertes, pour permettre aux gestionnaires des caisses de retraite d'exprimer leur point de vue sur toute une gamme de questions.

Vu la concentration du secteur des caisses de retraite publiques au Canada, l'échantillon est forcément restreint. Néanmoins, les gestionnaires ayant participé à l'enquête étaient parmi ceux qui géraient les caisses les plus grandes au Canada, représentant un actif total de plus de 90 milliards de dollars. Selon une étude récente des caisses de retraite (Williams, 1994), cela représente environ le tiers de l'actif combiné des 100 plus importantes caisses de retraite au Canada.

Les caisses de retraite du secteur public au Canada

Selon *Benefits Canada* (Williams, 1994), les 10 plus grandes caisses de retraite publiques au Canada étaient (en ordre décroissant) les suivantes : les enseignantes et enseignants de l'Ontario; les employés du secteur public du Québec (gérée par la Caisse de dépôt et placement); les OMERS; le secteur public de l'Ontario; le secteur public de l'Alberta; le Canadien National; les hôpitaux de l'Ontario; Ontario Hydro; les employés municipaux de la Colombie-Britannique; et la fonction publique de la Colombie-Britannique. De nombreux gestionnaires appartenant au groupe des 10 plus grandes caisses ont été interviewés afin de comparer et de mettre en relief le degré d'activisme institutionnel au Canada par rapport au modèle CalPERS et d'établir une base permettant d'accepter ou de rejeter les quatre hypothèses (décrites précédemment) quant aux raisons pour lesquelles les caisses de retraite canadiennes ont tendance à ne pas être aussi ouvertement actives que CalPERS.

Philosophie et style

La philosophie et le style ont été examinés afin de déterminer si certains styles semblaient liés davantage à une stratégie plus interventionniste des gestionnaires de caisses. On a présenté aux gestionnaires les définitions suivantes en matière de style (telles que définies par MacIntosh, 1993) : la « gestion passive des placements », définie comme étant la vente d'un placement lorsque le gestionnaire est insatisfait de l'équipe de direction de l'entreprise, et la « gestion active des placements » définie comme étant une tentative de modifier les plans de l'équipe de direction en votant contre celle-ci, en participant à une campagne de sollicitation de procurations ou en tentant d'influencer les gestionnaires par d'autres moyens. On a demandé aux gestionnaires de classer la *philosophie* de leur caisse selon une échelle de 1 à 5, ou 1 représentait « tout à fait passive » et 5, « tout à fait active ». En outre, les gestionnaires devaient

décrire, en termes généraux, le style et la philosophie de leur caisse en matière de placements en actions.

Les caisses de retraite publiques « actives » présentaient des styles de gestion très variés.

Certaines caisses de retraite ont décrit en termes très concrets leur style de gestion, par exemple en affirmant qu'elles avaient une approche « fondamentale » ou axée sur la « valeur », tentant de déceler de bonnes entreprises dans des industries intéressantes. D'autres pratiquent divers styles, dont la pondération indicielle, la recherche de la croissance ou de la valeur, les entreprises à faible capitalisation, etc. Certaines caisses jugent que ces styles variés constituent une forme de diversification. Dans certains cas, la variété des styles est obtenue par le recours à des gestionnaires de l'extérieur. Il n'y avait pas de rapport apparent entre l'évaluation de l'activisme faite par une caisse de retraite et l'orientation de son style. Il est intéressant de constater que certaines caisses font une distinction entre leur approche actuelle en matière d'activisme (rang intermédiaire) et le but visé (autour de 5), ce qui laisse entrevoir une tendance vers un activisme plus marqué.

Une caisse de retraite a fait une distinction importante entre activisme *réactif* et *proactif*. Un exemple d'activisme réactif serait de voter contre l'adoption d'une pilule empoisonnée – c'est-à-dire réagir à une question posée par les gestionnaires et/ou le conseil d'administration d'une entreprise. Par contre, l'activisme proactif suppose de prendre contact avec une entreprise et de tenter d'y susciter des changements avant que la question atteigne le stade d'un vote à l'assemblée annuelle. Un gestionnaire de caisse de retraite était d'avis que la plupart des caisses de retraite publiques au Canada – à l'exception de la Caisse – pratiquaient surtout un activisme réactif.

Les gestionnaires de caisses de retraite affirment être des investisseurs à long terme, pourtant ils sont aussi très conscients du rendement à court terme.

La plupart des caisses prétendent être des investisseurs à long terme – certaines apparentaient même leur style à celui de l'investisseur américain Warren Buffett, mettant l'accent sur la *propriété* plutôt que les *opérations boursières*. Les périodes de détention visées dépassaient souvent deux ans et l'on a cité des cas où des titres ont été conservés durant plus de 20 ans. Des caisses ont mentionné le coût élevé de la vente des actions, notamment celles des 200 dernières entreprises de l'indice TSE 300. Cette hésitation à vendre sans engendrer un effet important sur le prix des actions est l'une des raisons mentionnées pour justifier l'activisme accru des caisses de retraite.

Il est paradoxal de voir que la plupart des caisses de retraite admettent suivre le rendement de leur portefeuille sur une base trimestrielle, mensuelle,

voire quotidienne. En outre, de nombreux gestionnaires de caisses admettent que leur rémunération est liée au gain réalisé en sus de l'indice (habituellement le TSE 300), pour des périodes beaucoup plus courtes que l'horizon de placement. Un gestionnaire de caisse a insisté sur ce dilemme entre le court terme et le long terme.

Opinions au sujet de la réglementation

On a demandé aux gestionnaires de caisses de retraite de faire connaître leur opinion au sujet de toute restriction réglementaire, par exemple la *règle applicable aux placements en biens étrangers* et la *Loi sur les prestations de pension*. Avant 1990, les caisses étaient soumises à des restrictions quant au montant des placements étrangers qu'elles pouvaient détenir sans être exposées à des pénalités – 10 p. 100 (de la valeur comptable). Ce montant a été progressivement haussé jusqu'à 20 p. 100 en 1994. Par contre, il n'y a pas de restriction de ce genre aux États-Unis. On a même évoqué la possibilité (jusqu'au budget fédéral de février 1995), que les restrictions relatives à la propriété étrangère pourraient être resserrées à nouveau (à moins de 20 p. 100).

En outre, avant le début des années 90, les caisses visées par la *Loi sur les normes de prestation de pension* (et de nombreuses lois provinciales similaires), étaient limitées quant aux genres d'entreprises canadiennes dans lesquelles elles pouvaient investir. Ainsi, elles étaient tenues de limiter leurs placements aux entreprises ayant versé des dividendes au cours de quatre des cinq dernières années, dont la plus récente. Les modifications récentes à la législation canadienne et à celles de la plupart des provinces mettent l'accent sur le critère de la « prudence » : l'établissement et l'application de politiques, de normes et de procédures de placement qu'une personne raisonnable et prudente observerait à l'égard d'un *portefeuille* de placements pour éviter le risque de pertes indues et obtenir un rendement raisonnable. Cependant, de nombreuses lois restreignent encore le pourcentage d'actions qu'une caisse de retraite peut détenir.

Si les caisses de retraite préfèrent moins de réglementation, elles n'envisageaient pas un retrait complet des restrictions en vigueur, par exemple, sur les placements en titres étrangers.

Les gestionnaires de caisses de retraite considéraient toute contrainte comme une restriction influant sur le rendement potentiel de leurs placements et elles étaient favorables au mouvement amorcé vers un critère de prudence. Il n'est donc pas étonnant qu'elles ne souhaitent pas voir de restrictions supplémentaires; certaines caisses ont même cité les très bons rendements obtenus (en général) par les caisses de retraite canadiennes comme raison d'éviter une réglementation supplémentaire.

La question de la règle applicable aux placements étrangers a suscité une vaste gamme de réponses et, dans bien des cas, la réaction la plus vive (la plus

émotive) parmi tous les sujets abordés. Si la plupart des gestionnaires de caisses ont dit souhaiter que l'on relève le niveau autorisé des placements étrangers, l'un a indiqué que le Canada avait le droit de limiter les placements des caisses de retraite à l'étranger. Mais un autre gestionnaire l'a décrite comme une « règle complètement stupide allant à l'encontre de tout ce que signifie l'expression marchés des capitaux » en faisant valoir que l'érection de murs autour du Canada ne contribuera qu'à appauvrir le pays. Il a mis au défi le gouvernement de présenter une justification économique solide à l'appui de cette règle. Un autre gestionnaire en a préconisé le retrait en indiquant que l'utilisation des instruments dérivés en faisait un obstacle illusoire. Un autre encore a affirmé que cette restriction était ridicule et constituait une forme de contrôle des changes qui ne fait que continuer à priver les bénéficiaires des caisses de retraite canadiennes de gains potentiels.

Certains gestionnaires de caisses ont fait une mise en garde à l'intention des législateurs (et des fonctionnaires) qui sont toujours à la recherche de problèmes et de mesures visant à les corriger, lesquelles sont souvent pires que les symptômes. Les autres gestionnaires ont fait remarquer que les restrictions actuelles étaient tout simplement la concrétisation du rêve passé d'un bureaucrate. Un autre encore a déploré le fait que le Canada ne disposait pas d'un organisme de réglementation unique comme c'est le cas aux États-Unis. Enfin, un autre a louangé une forme de réglementation : celle qui force les entreprises à divulguer plus de renseignements aux actionnaires.

Questions de régie d'entreprise

On a présenté aux gestionnaires interrogés une liste de questions de régie d'entreprise en leur demandant de se prononcer sur leur importance perçue, la cote 1 signifiant « non important » et la cote 5, « très important ». Ces questions englobaient les pilules empoisonnées, la rémunération des dirigeants, l'indépendance des administrateurs, l'échelonnement des mandats aux conseil d'administration, le nombre d'administrateurs et les droits des actionnaires minoritaires. On a aussi demandé aux gestionnaires de faire des commentaires sur toute autre question liée à la régie d'entreprise qu'ils jugeaient importante. Les résultats sont résumés au tableau 1.

La question de régie d'entreprise la plus importante était le manque perçu d'indépendance de nombreux administrateurs, suivi des régimes de pilules empoisonnées.

Comme dans l'ébauche du rapport de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise, l'indépendance – ou plus précisément, le manque perçu d'indépendance – des administrateurs des entreprises canadiennes était considéré comme étant

TABLEAU 1

IMPORTANCE PERÇUE DES QUESTIONS DE RÉGIE D'ENTREPRISE SELON UNE ENQUÊTE MENÉE AUPRÈS DE GESTIONNAIRES DE CAISSES DE RETRAITE DU SECTEUR PUBLIC AU CANADA

Indépendance des administrateurs	4,5
Régimes de pilules empoisonnées	4,3
Rémunération des dirigeants	3,8
Droits des actionnaires minoritaires	3,7
Nombre d'administrateurs	3,3
Échelonnement des mandats au conseil d'administration	3,0

NOTA : La cote 1 signifie « pas du tout important » et la cote 5 « extrêmement important ».

la plus importante question de régie d'entreprise. Un gestionnaire de caisse a donné comme exemple les grandes banques canadiennes qui ne comptent pas un nombre suffisant d'administrateurs externes vraiment indépendants.

La deuxième question en importance avait trait aux régimes de pilules empoisonnées. Il est intéressant de noter que certains gestionnaires de caisses de retraite ont admis avoir changé d'opinion depuis que la société Inco a mis en place la première mesure du genre au Canada en 1988. Par principe, de nombreuses caisses ont voté systématiquement contre les pilules empoisonnées, mais certaines ont récemment tenté d'obtenir des améliorations à ces mesures en échange de leur appui. D'autres ont indiqué qu'elles continueraient de s'y opposer presque sans exception. Un gestionnaire s'est dit étonné du nombre élevé de régimes de pilules empoisonnées envisagés au cours de 1995, après la récente (première) défaite du projet de pilule empoisonnée de la société Labatt.

Certains gestionnaires de caisses ont fait état d'une différence fondamentale entre le Canada et les États-Unis : la prépondérance relative des sociétés à propriété restreinte. CalPERS rejette la plupart des entreprises où la propriété interne atteint 30 p. 100, même si selon ses représentants, l'organisme pourrait, dans certains cas, investir dans des entreprises où la propriété interne atteint 40 p. 100. La principale raison donnée pour écarter ces entreprises est que l'on vise à accroître les chances de réussite d'éventuelles résolutions d'actionnaires. Au Canada, où la propriété de nombreuses entreprises est concentrée, une enquête a été faite pour déterminer l'effet qu'aurait ce critère de sélection de CalPERS sur les entreprises canadiennes. La Bourse de Toronto a reconnu la prépondérance des blocs de contrôle et en a tenu compte dans le calcul de l'indice repère TSE 300. La *TSE Review* renferme une liste de ces 300 titres, y compris le nombre d'actions « en circulation », en fonction duquel les pondérations relatives de l'indice composé TSE 300 sont calculées. En janvier

1995, parmi les entreprises figurant au TSE 300, 48,0 p. 100 avaient un flottant correspondant à 100 p. 100 de leur capital-actions (c'est-à-dire qu'il n'y avait pas de bloc de contrôle), 58,7 p. 100 avaient un flottant représentant au moins 80 p. 100 du capital-actions, 65,4 p. 100 avaient un flottant d'au moins 70 p. 100, 73,7 p. 100 avait un flottant d'au moins 60 p. 100 et 82,0 p. 100 avaient un flottant d'au moins 50 p. 100 du capital-actions. Ainsi, selon le critère de CalPERS, entre les deux tiers et les trois quarts des entreprises du TSE 300 seraient admissibles ou, inversement, entre le quart et le tiers ne le seraient pas. Les gestionnaires de caisses de retraite publiques au Canada reconnaissent cette situation de fait, mais beaucoup la perçoivent simplement comme une réalité à laquelle il faut s'ajuster. Une question connexe au sujet du contrôle a trait aux actions assorties de droits de vote inégaux ou subordonnés. En règle générale, la plupart des gestionnaires de caisses de retraite recommandent de voter contre toute proposition visant à autoriser l'émission de nouvelles actions ordinaires ayant des droits de vote inégaux ou subordonnés. Ces gestionnaires semblent plus préoccupés par la nécessité d'éviter que la concentration de la propriété n'augmente au delà des niveaux actuels.

Les gestionnaires de caisses de retraite ont aussi mentionné d'autres questions de régie d'entreprise qu'ils jugent importantes. Parmi celles-ci, il y a le manque perçu de planification dans de nombreuses entreprises pour ce qui est de la succession du chef de la direction.

Plusieurs gestionnaires ont indiqué qu'ils maintenaient des lignes directrices sur les votes par procuration qu'ils considèrent comme des documents publics et qui sont envoyées à la plupart des grandes entreprises canadiennes. De nombreuses lignes directrices sont fondées strictement sur l'impact économique de l'exercice des droits de vote en faveur ou contre une proposition donnée.

Comparaisons avec CalPERS

Les réactions étaient partagées sur l'évaluation du modèle d'activisme de CalPERS. Certains louaient l'accent mis sur le rendement à long terme et le dynamisme de l'organisme. L'approche de CalPERS était généralement perçue comme constructive, sans pour autant être la seule viable.

Certains ont affirmé que le fait de cibler seulement une douzaine d'entreprises et d'exercer des pressions pour qu'elles apportent des réformes n'aurait pas d'effets importants sur l'économie nord-américaine, même si cela pouvait avoir une incidence modeste sur le rendement du portefeuille de CalPERS. On craignait que l'antagonisme suscité par cette approche dans les entreprises puisse les amener à percevoir négativement les actionnaires ou contribuer à instaurer un climat « d'adversité » – semblable à celui qui marque les rapports entre gestionnaires et syndicats – plutôt que de rapprocher les parties en vue d'accroître la valeur des actions. On a cité des cas d'entreprises canadiennes qui avaient un rendement inférieur à la moyenne de leur secteur et à celui de

la Bourse de Toronto; pourtant, leurs dirigeants étaient perçus comme des personnes dévouées.

Un autre gestionnaire a affirmé que jusqu'à la moitié des caisses de retraite publiques au Canada hésitaient à intervenir dans les questions de régie d'entreprise. Les dirigeants de ces caisses, plutôt que les analystes, étaient les plus préoccupés par les questions de régie d'entreprise. On considérait que les analystes se préoccupaient davantage de maintenir les contacts qu'ils avaient établis au sein des diverses entreprises et qu'ils ne voulaient pas « faire de vagues ».

Plusieurs gestionnaires de caisses de retraite ont fait valoir que la meilleure façon d'influencer les gestionnaires était d'avoir des entretiens privés avec eux plutôt que de mener des campagnes de sollicitation de procurations. Les gestionnaires de caisses ont indiqué qu'ils n'avaient habituellement qu'à téléphoner au chef de la direction et que leur appel était retourné en moins de 15 minutes – une solution efficace dans bien des cas. Un gestionnaire a évoqué un cas où il avait tenté d'approcher l'équipe de direction mais où ses efforts avaient été repoussés. Après avoir conclu une alliance avec un autre groupe, la caisse de retraite a pu attirer l'attention du conseil d'administration et des réformes utiles ont été apportées. Le gestionnaire a noté que les dirigeants avaient pris tout le crédit de ces changements. Contrairement à de nombreux cas où est intervenu CalPERS, la confrontation entre les investisseurs institutionnels et les dirigeants de l'entreprise n'a pas été relatée par les médias et le gestionnaire de la caisse a laissé les dirigeants prendre tout le crédit de l'initiative, pour autant qu'elle ait un effet positif sur le rendement obtenu par la caisse.

Néanmoins, les gestionnaires de caisses de retraite ont aussi appuyé vigoureusement les initiatives des caisses de retraite publiques dans les (rares) cas où l'équipe de direction a vraiment abusé de la situation, pourvu que l'on ait d'abord épuisé la voie de la « persuasion discrète ». On a cité en exemple des annonces publiées dans le *Globe and Mail* par des gestionnaires de caisses de retraite qui voulaient rendre public un point particulièrement important. Mais ces mesures prises en dernier ressort contrastaient avec les listes d'entreprises cibles publiées annuellement par CalPERS. Nous pouvons maintenant réexaminer les quatre hypothèses sur les raisons pour lesquelles les caisses de retraite du secteur public au Canada sont moins ouvertement actives que CalPERS.

Les caisses de retraite canadiennes ont tendance à recourir à l'activisme en matière de régie d'entreprise d'une manière moins visible que les grandes caisses de retraite américaines telles que CalPERS, principalement en raison de différences de style.

La première explication possible serait une réglementation différente entre les deux pays. Les gestionnaires de caisses de retraite ne pensaient pas, dans

l'ensemble, que ces écarts étaient si importants et qu'ils se présentaient dans des domaines pouvant influer sur le degré d'activisme. La deuxième explication possible est qu'au Canada, des groupes tiers tels que Fairvest Securities Corporation ou l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (ACGFR) pourraient jouer ce rôle. L'ACGFR est perçue principalement comme un organisme éducatif, tandis que Fairvest Securities Corporation est considérée comme un porte-parole des caisses de retraite qui n'empêche pas ces dernières de jouer un rôle actif. Si la troisième explication – le décalage qui existe entre les États-Unis et le Canada – ne peut être écartée, la quatrième explication semble la plus plausible. Les gestionnaires de caisses de retraite différaient souvent d'opinion au sujet des questions de régie d'entreprise, mais ils ont dans une très large mesure invoqué la « façon de faire canadienne » dans leurs rapports avec les gestionnaires d'entreprises – sans confrontation, sauf dans des situations très particulières.

Un gestionnaire a présenté une analogie avec la situation où propriétaires (actionnaires), administrateurs et gestionnaires seraient tous dans le même bateau, tentant de naviguer dans des eaux tumultueuses. Il y a assez de facteurs externes risquant de faire couler le bateau et il semble plus facile d'assurer la survie de tous si les trois parties s'entendent au lieu d'être à couteaux tirés. Un autre gestionnaire de caisse de retraite a souligné l'importance d'adopter une approche discrète en faisant référence à une loi fondamentale de la physique : toute action engendre une réaction égale en sens opposé. Plus une caisse exerce ouvertement des pressions pour que soient apportés des changements, plus les dirigeants y résisteront pour ne pas perdre la face en public. Un autre enfin a simplement décrit les gestionnaires de caisses canadiens comme étant plus conservateurs et plus prudents que leurs homologues américains.

Conseils à l'intention des chefs de la direction

Enfin, on a demandé aux gestionnaires de préciser quels conseils ils seraient prêts à offrir aux chefs de la direction, aux administrateurs et aux gestionnaires des entreprises canadiennes dont les actions sont émises dans le public en vue de se préparer à une intensification possible de l'activisme institutionnel. De nombreux gestionnaires de caisses de retraite jugeaient que les dirigeants d'entreprises au Canada sont généralement de bons administrateurs. Certains étaient d'avis que les institutions étaient faussement représentées dans les médias comme étant toujours « du bon côté », tandis que les gestionnaires d'entreprise étaient systématiquement « en faute ». Néanmoins, on a relevé quelques cas notables (notamment des cas aux États-Unis ayant reçu une attention considérable), où l'équipe de gestion était manifestement incompétente et solidement retranchée.

Améliorer les relations avec les investisseurs.

Les gestionnaires de caisses de retraite étaient d'avis que les dirigeants d'entreprises devaient écouter davantage les idées formulées par leurs actionnaires,

notamment lorsque ceux-ci ont des connaissances ou une expérience pertinentes à faire valoir. On a cité en exemple une entreprise qui organisait un dîner annuel avec des représentants de ses cinq plus importants actionnaires. Même si le but visé n'est pas d'obtenir des renseignements d'initiés, l'échange d'idées que permet cette rencontre était considéré comme une expérience positive.

Un gestionnaire de caisse a indiqué que la clé résidait dans l'obligation de rendre compte imposée à l'équipe de direction et au conseil d'administration et dans une meilleure communication entre les trois parties, à savoir les actionnaires, les gestionnaires et les administrateurs.

Améliorer la composition des conseils d'administration.

La principale préoccupation semblait porter sur le manque d'indépendance des membres du conseil d'administration. Des gestionnaires de caisses de retraite ont tenté de déloger des administrateurs nommés par l'équipe de direction qui avaient peu de connaissances ou d'expérience utile du point de vue de l'entreprise ou de l'industrie. Dans de rares cas, les gestionnaires ont indiqué qu'ils avaient cherché à être représentés eux-mêmes au conseil d'administration.

Un gestionnaire de caisse a souligné l'importance de séparer le poste de chef de la direction de celui de président du conseil d'administration (un modèle plus commun au Royaume-Uni que dans la plupart des autres pays). Le principal argument invoqué est qu'une légère « tension » (le fait que le chef de la direction ait des comptes à rendre à quelqu'un d'autre) est souhaitable.

Équilibrer les perspectives à court terme et à long terme de l'entreprise.

Les gestionnaires de caisses de retraite reconnaissaient le dilemme auquel doivent faire face les chefs de la direction qui sont pressés par les analystes d'améliorer leur rendement à court terme tout en tentant de mettre en œuvre une stratégie à long terme. Certains gestionnaires étaient d'avis que les caisses de retraite devaient indiquer plus clairement qu'elles sont prêtes à adopter une perspective à plus long terme à l'égard d'une entreprise, en laissant au conseil d'administration le soin de choisir de bons gestionnaires et de leur donner le temps requis pour réussir. Néanmoins, à plus long terme, cette souplesse doit être liée au rendement, à défaut de quoi les gestionnaires de caisses de retraite demanderont le retrait des dirigeants dont le rendement est insatisfaisant. Les gestionnaires de caisses de retraite reconnaissaient que le rendement par rapport à un groupe témoin (par exemple, celui de l'industrie) est un critère approprié pour juger de la performance d'une entreprise.

SOMMAIRE ET CONCLUSIONS

DANS CETTE ÉTUDE, NOUS AVONS EXAMINÉ POURQUOI les caisses de retraite du secteur public au Canada n'étaient pas aussi *ouvertement* actives que le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) aux États-Unis.

En s'appuyant principalement sur des entrevues menées auprès de gestionnaires de grandes caisses de retraite du secteur public au Canada et de représentants de CalPERS, l'étude décrit en détail le modèle d'activisme des investisseurs que représente CalPERS, en précisant comment les gestionnaires de caisses de retraite du secteur public au Canada considèrent ce modèle, en examinant les questions de régie d'entreprise qui sont importantes pour les gestionnaires de caisses de retraite publiques canadiennes et en donnant aux administrateurs des entreprises une indication de ce qu'ils peuvent attendre pour l'avenir sur le plan de l'activisme des investisseurs. Il y a plusieurs leçons à tirer de cette étude : des leçons utiles pour les gestionnaires de caisses de retraite, les responsables de la réglementation et les dirigeants d'entreprise.

Il ne ressort pas des résultats de l'étude que tous les gestionnaires de caisses de retraite du secteur public au Canada devraient tenter d'imiter CalPERS mais, plutôt, qu'ils devraient profiter des nombreux aspects de l'expérience acquise par cet organisme, notamment l'accent qu'il a mis dernièrement sur le rendement des entreprises. Les gestionnaires de caisses de retraite doivent aussi faire leur travail : ils doivent savoir quelles questions poser aux dirigeants et articuler clairement ce qu'ils recherchent. Ils doivent aussi étudier les entreprises, notamment en examinant leur rendement (le rendement total pour les actionnaires) ainsi que tout facteur pertinent au rendement. Ils doivent enfin reconnaître qu'ils sont des partenaires de l'équipe de direction et du conseil d'administration.

Les responsables de la réglementation devraient résister à la tentation d'imposer des règles supplémentaires qui pourraient restreindre la participation des caisses de retraite du secteur public au Canada au capital-actions des entreprises; au contraire, ils devraient envisager de supprimer certains règlements. Plus précisément, on devrait permettre aux caisses de retraite de maximiser le rendement au bénéfice de leurs membres, en fonction des niveaux de risque souhaités, et d'avoir *toute liberté* de constituer un portefeuille de titres correspondant aux possibilités qu'ils entrevoient à l'échelle internationale. En outre, tout règlement visant à restreindre la mesure dans laquelle les gestionnaires de caisses de retraite du secteur public peuvent exercer une surveillance efficace sur les entreprises devrait être aboli. Ainsi, les caisses de retraite publiques devraient pouvoir détenir une participation plus importante dans toute entreprise où elles investissent.

Les dirigeants d'entreprise devraient se soucier d'améliorer le rendement sur l'avoir des actionnaires et reconnaître les données récentes liant le rendement aux questions de régie d'entreprise. Notamment, les dirigeants d'entreprise devraient tenir compte des recommandations – faites par les caisses de retraite du secteur public et d'autres – en vue d'accroître l'efficacité des conseils d'administration. La communication avec les actionnaires devrait aussi être améliorée.

Alors que les questions de régie continueront de dominer les préoccupations des caisses de retraite du secteur public (et d'autres investisseurs institutionnels)

et que celles-ci adopteront de plus en plus une stratégie active en continuant de rechercher des moyens d'améliorer le rendement à long terme des entreprises canadiennes, la façon dont elles le feront sera moins visible que celle des grandes caisses de retraite américaines comme CalPERS. Néanmoins, les caisses de retraite canadiennes peuvent apprendre beaucoup de l'expérience américaine, comme d'ailleurs les gestionnaires et les responsables de la réglementation canadiens.

REMERCIEMENTS

JE SUIS RECONNAISSANT ENVERS la Fondation canadienne de recherche financière pour son appui financier. Je tiens à remercier Rod Graham et Dave Thomas qui ont servi comme assistants de recherche. Je remercie aussi Carl Bang pour ses commentaires utiles de même que les participants au colloque organisé dans le cadre de la conférence d'Industrie Canada sur la prise de décisions dans les entreprises au Canada. Enfin, je voudrais remercier Karin Estes et Maureen Reilly du California Public Employees' Retirement System, et les représentants de l'industrie canadienne des caisses de retraite publiques (dont certains souhaitaient demeurer anonymes) d'avoir accepté d'être interviewés dans le cadre de ce projet. J'assume bien sûr la responsabilité de toute erreur qui pourrait subsister.

BIBLIOGRAPHIE

Anand, V., « CalPERS Gunning for Poor Performers », *Pensions & Investments*, 24 janvier 1994, p. 4, 80.

Birchard, B., « The Call for Full Disclosure », CFO, décembre 1994, p. 31-42.

The California Public Employees' Retirement System, « Why Corporate Governance ? », 7 novembre 1989, p. 1-21.

Chernoff, J., « Institutions Strengthen Grip on Companies », *Pensions & Investments*, 8 mars 1993, p. 1, 34.

Chief Executive, « The New Governance Paradigm », avril 1994, p. 40-54.

Cordtz, D., « Corporate Hangmen », *Financial World*, vol. 162, nº 7, 30 mars 1993, p. 24-28.

Dobrzynski, J. H., « Cool it! It's the CalPERS Cops », *Business Week*, 31 janvier 1994*a*, p. 6.

_____, « An Inside Look at Calpers' Boardroom Report Card », *Business Week*, 17 octobre 1994*b*, p. 186-188.

The Economist, « Reluctant Owners », 29 janvier 1994, p. 16-17.

Gordon, L. A. et J. Pound, « Active Investing in the U.S. Equity Market: Past Performance and Future Prospects », The California Public Employees' Retirement System, 11 janvier 1993, p. 1-43.

Hanson, D. M., « Much, Much More than Investors », *Financial Executive*, mars-avril 1993, p. 49-51.

Koppes, R. H. et M. L. Reilly, « An Ounce of Prevention: Meeting the Fiduciary Duty to Monitor an Index Fund through Relationship Investing », document de travail, The California Public Employees' Retirement System, 25 mars 1994, p. 1-56.

MacIntosh, J. G, « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 31, nº 2, 1993, p. 371-472.

_____, « If it Ain't Broke... », *Canadian Investment Review*, hiver 1994-1995, p. 37-39.

Mackenzie, W., « Corporate Governance News », *Corporate Governance Review*, vol. 9, nº 1, décembre 1994-janvier 1995, p. 10-12.

Montgomery, K. E., « Shareholder Activism in Canada: A Survey of Institutional Shareholders », National Centre for Management Research and Development, document de travail nº NC 92-014-B, 1992, Université Western Ontario, École d'administration des affaires.

Montgomery, K. E. et D. S. R. Leighton, « The Unseen Revolution is Here », *Business Quarterly*, automne 1993, p. 39-46, 48.

Murphy, K. J. et K. V. Nuys, « State Pension Funds and Shareholder Inactivism », document de travail, Harvard Business School, 1994.

Nesbitt, S. L., « Rewards from Corporate Governance », California Public Employees' Retirement System, 12 février 1992, p. 1-5.

_____, « Long-Term Rewards from Shareholder Activism: A Study of the Calpers Effect », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 6, 1994, p. 75-80.

Paré, T. P., « Two Cheers for Pushy Investors », *Fortune*, 30 juillet 1990, p. 95, 98.

Pound, J., « Beyond Takeovers: Politics Comes to Corporate Control », *Harvard Business Review*, mars-avril 1992, p. 83-93.

Pozen, R. C., « Institutional Investors: The Reluctant Activists », *Harvard Business Review*, janvier-février 1994, p. 140-149.

Silverstein, K., « Pension Funds Increase Presence in Corporate Boardrooms », *Pension World*, mai 1994, p. 4-5.

Star, M. G., « Measuring up in Canada », *Pensions & Investments*, 18 avril 1994, p. 22.

Stewart, T. A., « The King is Dead », *Fortune*, 11 janvier 1993, p. 34-37, 40.

Stoffman, D., « Look who's Calling the Shots », *Canadian Business*, juillet 1990, p. 45-47.

Thain, D., « The TSE Corporate Governance Report: Disappointing », *Business Quarterly*, automne 1994, p. 77-86.

Useem, M., E. H. Bowman, J. Myatt et C. W. Irvine, « US Institutional Investors look at Corporate Governance in the 1990s », *European Management Journal*, vol. 11, nº 2, 1993, p. 175-189.

Wahal, S., « Pension Fund Activism and Firm Performance », document de travail, The Kenan-Flagler Business School, Université de la Caroline du Nord, 1995.

Wharton, C., J. Lorsch et L. Hanson, « Advice and Dissent: Rating the Corporate Governance Compact », *Harvard Business Review*, novembre-décembre 1991, p. 136-143.

Williams, P., « Benefits Canada Top 100 Pension Funds », *Benefits Canada*, avril 1994, p. 41-61.

The Working Group on Corporate Governance, « A New Compact for Owners and Directors », *Harvard Business Review*, juillet-août 1991, p. 141-143.

Ybarra, M., « Money Talks », *California Lawyer*, février 1995, p. 50-55, 90.

Ben Amoako-Adu et Brian F. Smith
École d'administration des affaires et d'économie
Université Wilfrid Laurier

11

Administrateurs financiers externes et régie des sociétés

INTRODUCTION

AU MOMENT OÙ LES STRATÈGES À LONG TERME DES SOCIÉTÉS tournent leur attention vers la concurrence mondiale, les questions environnementales et la restructuration des entreprises, le rôle et l'efficacité des conseils d'administration en tant qu'instrument de positionnement des entreprises face aux défis à relever sont des questions qui font l'objet d'un réexamen. Weitzer (1991) affirme que la régie des sociétés a pour objet de recibler les intérêts des actionnaires, des gestionnaires et des autres intervenants de l'entreprise afin d'améliorer sa croissance à long terme. Les administrateurs devraient donc défendre les intérêts des intervenants, surveiller le comportement des gestionnaires et leur donner des conseils, ce qui devrait contribuer à faire hausser la valeur des actions de l'entreprise (Gillies, 1992)[1]. Mace (1972) soutient que le rôle des conseils d'administration n'est pas très bien compris et qu'il semble y avoir un écart entre ce qu'on attend des conseils et ce qu'ils font véritablement. Il affirme que les administrateurs dispensent des conseils, exercent un contrôle sur les cadres supérieurs de l'entreprise et interviennent en période de crise, mais ses entrevues avec des membres de conseils d'administration lui ont permis de constater que le PDG exerce une influence importante sur le conseil.

On soutient qu'un nombre minimum d'administrateurs externes devraient faire partie du conseil d'administration afin de faire contrepoids à toute influence indue de la haute direction et de défendre les intérêts des actionnaires[2]. On considère généralement que les administrateurs externes ont une attitude plus indépendante que celle des administrateurs internes face à la haute gestion, étant donné que les administrateurs internes sont ordinairement des cadres supérieurs de l'entreprise. C'est pour cette raison que la législation fédérale et provinciale sur les sociétés prévoit que les conseils d'administration des sociétés ouvertes doivent comporter un nombre minimum d'administrateurs externes[3]. De plus, le rapport préliminaire (1994) du comité

de la Bourse de Toronto sur la régie des sociétés contient une recommandation majeure qui précise qu'une majorité des administrateurs de sociétés cotées en bourse devraient être indépendants[4].

La présence d'administrateurs externes permet aussi à l'entreprise de profiter des connaissances spécialisées qu'ils peuvent apporter au conseil et que les cadres supérieurs de la société peuvent ne pas posséder. Par exemple, des administrateurs provenant du secteur financier peuvent posséder des compétences spéciales dans le domaine de la prise ferme de titres, le financement bancaire, les prises de contrôle et/ou la restructuration de sociétés; on s'attend aussi qu'ils possèdent des connaissances poussées d'autres industries et de l'économie nationale.

Mais la question du degré d'indépendance et des avantages nets que les administrateurs externes apportent à l'entreprise a fait l'objet de débats. Premièrement, on a soutenu que les administrateurs externes ont tendance à agir dans l'intérêt de la haute direction parce que le choix des administrateurs est influencé par les cadres supérieurs de l'entreprise et que ces administrateurs externes ne détiennent ordinairement qu'un nombre limité d'actions. Deuxièmement, parmi les administrateurs externes figurent souvent des courtiers en valeurs mobilières, des gestionnaires de caisses de retraite, des banquiers et des assureurs qui peuvent se retrouver dans une situation possible de conflit d'intérêts à cause de liens d'affaires existants ou futurs entre l'institution financière et l'entreprise. Même s'ils n'ont actuellement pas de liens d'affaires avec l'entreprise, les administrateurs externes pourraient s'abstenir de remettre en question les vues de la haute direction de peur de perdre des occasions d'affaires futures. De plus, comme leurs sociétés font des placements en actions et qu'elles dispensent des conseils financiers à leurs clients, il existe une possibilité de conflit d'intérêts puisque des renseignements internes obtenus lors des rencontres du conseil d'administration pourraient être utilisés par les institutions financières pour réaliser des gains directs ou pour conseiller leurs clients dans le domaine des placements. Mace (1986) soutient que les administrateurs financiers n'ont pas un monopole sur les connaissances spécialisées du domaine financier et donc, que leur présence au conseil d'administration ne devrait pas nécessairement contribuer à augmenter la valeur des actions de l'entreprise.

Shleifer et Vishny (1986) prétendent que des actionnaires importants peuvent exercer un contrôle plus efficace sur les gestionnaires et, au besoin, amorcer un processus de prise de contrôle. Ces actionnaires importants peuvent être des fiducies familiales, des investisseurs institutionnels ou commerciaux qui sont représentés au conseil d'administration. Selon cet argument, dans la mesure où l'avantage marginal d'un degré élevé de concentration de la propriété dépasse le coût marginal de retranchement des cadres, il devrait y avoir une incitation économique pour les actionnaires importants à augmenter leur participation au capital-actions. Il en résulterait alors une structure de propriété concentrée des entreprises comme celle qu'on observe au Canada.

Toutefois, la question empirique, à savoir si une propriété concentrée des entreprises est avantageuse ou préjudiciable à l'économie canadienne, n'a pas encore été résolue.

Notre étude a pour objet principal d'évaluer empiriquement l'efficacité de la présence d'administrateurs financiers externes en se fondant sur un large échantillon de sociétés ouvertes du secteur non financier au Canada[5]. Après avoir neutralisé l'effet d'autres facteurs déterminants, nous avons mis en rapport trois mesures différentes du rendement des sociétés avec la proportion d'administrateurs financiers externes afin de déterminer si leur présence au conseil d'administration a pour effet de faire augmenter la valeur des actions des sociétés. Dans des études antérieures, on a classifié les administrateurs financiers externes comme étant des administrateurs « hybrides »[6]. Comme l'ont souligné Byrd et Hickman (1992*a*), les administrateurs hybrides ont une certaine forme d'affiliation avec l'entreprise qui peut avoir effet de restreindre leur aptitude à remettre en question les orientations de la haute direction. Outre les administrateurs financiers externes, le groupe des administrateurs hybrides comprend des avocats, des experts-conseils, des clients, des fournisseurs et des personnes qui ont des liens familiaux ou commerciaux avec la haute direction des sociétés.

Notre étude a comme but secondaire d'analyser le rôle des administrateurs appartenant à la même famille d'activités d'affaires. La présence de ces administrateurs devrait faire augmenter la valeur des actions de l'entreprise parce qu'ils possèdent des connaissances spécialisées de l'industrie dans laquelle ils conduisent leurs affaires. Comme c'est le cas des administrateurs financiers externes, il y a aussi des éléments qui font contrepoids aux avantages d'être des administrateurs engagés dans des activités d'affaires semblables. Par exemple, ils peuvent se retrouver dans une situation de conflit d'intérêts lorsque les entreprises à l'intérieur desquelles ils remplissent des fonctions de gestionnaire et d'administrateur sont en concurrence auprès de la même clientèle. De plus, les connaissances spécialisées que possèdent des administrateurs engagés dans des activités d'affaires semblables peuvent être disponibles à l'intérieur de l'entreprise ou en s'adressant à des experts-conseils dans l'industrie concernée.

ADMINISTRATEURS EXTERNES AFFILIÉS ET INDÉPENDANTS

LA NÉCESSITÉ D'INCLURE DES ADMINISTRATEURS DE L'EXTÉRIEUR pour faire partie des conseils d'administration est fondée sur l'hypothèse que des administrateurs externes seront indépendants face à la haute direction de l'entreprise et que leur présence insufflera une objectivité et une façon de penser indépendante dans les délibérations et les débats du conseil d'administration. Conformément à cette ligne de pensée, la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* exige que les sociétés ouvertes nomment au moins deux administrateurs qui ne soient pas des employés de l'entreprise ou de sociétés affiliées. Par

ailleurs, la *Loi ontarienne sur les sociétés* prévoit qu'un minimum d'un tiers des administrateurs d'une société ouverte doivent être des administrateurs externes.

Pour que des administrateurs externes puissent surveiller et conseiller efficacement les gestionnaires d'une entreprise et (à l'occasion) qu'ils prennent position contre des propositions de la haute direction sur des questions qu'ils ne jugent pas être dans l'intérêt des intervenants, il faut que ceux-ci soient sans lien d'affiliation avec la direction ou la société. Il est donc possible que des administrateurs affiliés ou alliés qui proviennent de l'extérieur de l'entreprise ne soient pas efficaces pour surveiller le rendement des gestionnaires à cause de leurs rapports avec la haute direction ou l'entreprise elle-même. Ces administrateurs affiliés ou « captifs », que l'on désigne aussi sous le nom d'administrateurs « hybrides », comprennent des personnes qui sont associées à l'entreprise ou à ses gestionnaires par des liens familiaux ou commerciaux. Par conséquent, les experts-conseils de l'entreprise, ses créditeurs, ses preneurs fermes et les administrateurs associés à la haute direction par des liens du sang ou du mariage figurent parmi les administrateurs affiliés. Tout administrateur externe qui fait face à un conflit d'intérêts possible peut être considéré comme un administrateur affilié ou « hybride ». Cette possibilité de conflit d'intérêts aura pour effet de compromettre l'efficacité de ce type d'administrateurs externes. Mace (1986) va jusqu'à proposer d'interdire aux preneurs fermes de titres de servir en qualité d'administrateurs externes à cause de la possibilité de conflits d'intérêts. L'importance de cette question est mise en relief par la ligne directrice récente du comité de la Bourse de Toronto sur la régie des sociétés au Canada (1994), qui stipule qu'une majorité des membres des conseils d'administration devraient être des administrateurs indépendants et non affiliés et que les comités de nomination des administrateurs des sociétés devraient être constitués uniquement d'administrateurs externes non alliés. À l'heure actuelle, toutefois, la divulgation par les sociétés des antécédents des administrateurs externes n'est pas suffisante pour nous fournir les données nécessaires à une analyse de l'efficacité des administrateurs affiliés ou alliés.

MÉTHODOLOGIE

SI LES ADMINISTRATEURS FINANCIERS EXTERNES ET CEUX qui proviennent des mêmes domaines d'activités commerciales sont efficaces dans leur rôle de représentants des intervenants, fournissent des conseils exclusifs et surveillent le rendement des gestionnaires, leur participation aux conseils d'administration des sociétés devraient contribuer à augmenter la valeur des actions de ces entreprises. Par ailleurs, si ces administrateurs externes ne détiennent pas un monopole sur le plan des conseils qu'ils dispensent au conseil d'administration ou qu'ils font face à un conflit d'intérêts dans leur rôle en tant que banquiers, preneurs fermes et concurrents, le rendement des entreprises ne pourra donc pas être amélioré en augmentant le nombre de ces personnes de l'extérieur au conseil d'administration.

Les chercheurs ont fait appel à deux approches méthodologiques pour évaluer l'efficacité avec laquelle des administrateurs externes peuvent contribuer à améliorer la valeur des actions d'une entreprise. L'une de ces méthodes consiste à tirer des conclusions de façon indirecte en examinant la réaction du marché boursier à des événements entourant les décisions prises par le conseil d'administration, comme la nomination d'administrateurs externes (Rosenstein et Wyatt, 1990; et Byrd et Hickman, 1992). La seconde méthode consiste à utiliser une régression multiple dans laquelle on établit un rapport entre les caractéristiques des administrateurs et les mesures de rendement de l'entreprise, après avoir neutralisé l'incidence d'autres variables pertinentes qui peuvent avoir un effet sur le rendement (Baysinger et Butler, 1985; Morck, Shleifer et Vishny, 1988; et Hermalin et Weisbach, 1991). En raison du nombre insuffisant d'événements ordinaires entourant les décisions des conseils d'administration, nous avons choisi d'utiliser la technique de l'analyse de régression dans notre étude.

L'hypothèse nulle à vérifier est que la présence d'administrateurs financiers externes et d'administrateurs engagés dans des secteurs d'activités semblables sur un conseil d'administration ne devrait pas être corrélée avec une hausse de la valeur des actions de la société qui serait différente de celle associée à la présence d'autres administrateurs. Puisque Morck et ses collaborateurs (1988) ont démontré qu'il existait un rapport empirique entre la propriété et le rendement des entreprises, le test devra aussi tenir compte de la propriété.

Les administrateurs des entreprises comprises dans l'échantillon furent classifiés en quatre groupes : (i) administrateurs internes; (ii) administrateurs externes provenant d'institutions financières; (iii) administrateurs provenant des mêmes domaines d'activités commerciales; et (iv) autres administrateurs externes. Les administrateurs internes sont des employés et des cadres supérieurs de l'entreprise ou de sociétés affiliées ou des actionnaires qui contrôlent au moins 10 p. 100 des votes de l'entreprise. Les institutions financières comprennent les banques, les sociétés de fiducie, les courtiers en valeurs mobilières, les caisses de retraite et les compagnies d'assurance. Les sociétés de placements personnels ne sont pas classées parmi les institutions financières parce que ces entreprises sont habituellement une solution de rechange à la possession directe d'actions en raison des incitations fiscales qui s'y rattachent. La détermination de ces entreprises s'est faite de façon quelque peu subjective par suite d'un manque de données pertinentes.

Les administrateurs d'institutions financières sont subdivisés en deux groupes, dont l'un est fondé sur une définition restreinte (N) de cette catégorie, qui ne comprend que des employés d'institutions financières, et l'autre, sur une définition plus large (B), qui comprend tant des employés que des administrateurs d'institutions financières. Les administrateurs dans le même domaine d'activités commerciales sont des personnes qui sont soit des administrateurs ou des cadres supérieurs d'entreprises dans la même industrie. Le

groupe des autres administrateurs externes comprend tous les administrateurs qui ne sont pas des initiés, des administrateurs d'institutions financières ou de sociétés dans le même domaine d'activités commerciales.

Nous avons utilisé des régressions transversales pour analyser le rapport entre la valeur des actions de l'entreprise et les administrateurs financiers externes et les administrateurs provenant des mêmes secteurs d'activités, respectivement[7]. Nous avons calculé des moyennes sur une période de 10 ans (1984 à 1993) pour les données des régressions. Afin de pouvoir saisir l'incidence attendue à long terme de plusieurs décisions prises par les conseils d'administration, il faut utiliser une période d'analyse de 10 ans.

Nous avons employé trois indices de rendement différents dans notre étude. Le premier indicateur retenu est le rapport entre la valeur au marché de fin d'année des actions ordinaires et leur valeur comptable. Cette mesure de rendement est une approximation du ratio Q de Tobin, qui est l'indicateur de rendement utilisé dans les études américaines. Le dénominateur du ratio Q de Tobin est le coût de remplacement des actifs des sociétés, mais ces données ne sont pas disponibles au Canada. La valeur au marché des actions ordinaires est égale au nombre d'actions en circulation multiplié par le prix du marché en fin d'année.

Les autres mesures de rendement – le taux de rendement sur les actifs et le taux de rotation de l'actif – se fondent exclusivement sur des données comptables. Le taux de rendement de l'actif est calculé en divisant les gains avant intérêts et impôts par l'avoir total. Le taux de rotation de l'actif, défini comme étant les ventes totales divisées par l'avoir total, est calculé sans les déductions comptables, telles que l'amortissement et les dépenses de R-D, qui ont tendance à fausser le niveau des bénéfices nets des sociétés.

Les variables annuelles sont exprimées sous forme de moyennes calculées sur le nombre d'années pour lesquelles des données sont disponibles. La régression transversale utilisée pour effectuer les tests subséquents obéit à la forme fonctionnelle générale suivante[8].

$$\textit{Rendement} = f(\textit{variables de contrôle, administrateurs financiers externes, administrateurs du même domaine d'activités commerciales, autres administrateurs externes}) \quad (1)$$

Les variables de contrôle comprennent une mesure de la taille (logarithme de la valeur au marché des actions), un coefficient de risque systématique (bêta) et un indicateur de propriété mesuré à l'aide de la proportion des actions détenues par l'ensemble des administrateurs[9]. Dans les études financières, on laisse entendre que la possession d'actions par des initiés constitue une solution au problème de mandant-mandataire. La possession d'actions par des cadres supérieurs devrait contribuer à harmoniser les intérêts de la haute direction à ceux des actionnaires, réduisant ainsi les coûts d'encadrement.

Morck, Shleifer et Vishny (1988) ont démontré que le rapport entre la valeur des actions d'une entreprise et la propriété était de nature non monotone, de sorte que la possession d'actions a été répartie en trois catégories : 0 à 5 p. 100; 5 à 20 p. 100; et plus de 20 p. 100. Nous avons utilisé le chiffre de 20 p. 100 comme seuil parce que la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario permet une acquisition cumulative d'actions pouvant atteindre 20 p. 100 des droits de vote (ligne de démarcation) avant qu'une offre publique d'achat ne doive être transmise à tous les actionnaires. Soulignons que pour l'étude réalisée aux États-Unis, Morck et ses collaborateurs (1988) ont retenu 5 et 25 p. 100 en tant que seuils, après avoir utilisé une régression par morceaux pour déterminer les pentes. Selon le raisonnement proposé par Morck et ses collaborateurs, nous prévoyons qu'un niveau de propriété compris entre 0 et 5 p. 100 (Own 5) sera corrélé positivement avec la valeur des actions, un niveau de propriété situé entre 5 et 20 p. 100 (Own 20) sera corrélé négativement avec la valeur des actions et un niveau de propriété dépassant les 20 p. 100 (Own 20+) sera corrélé positivement avec la valeur des actions[10]. La spécification de la régression pour la première mesure de rendement est la suivante :

$$MVB = \alpha_0 + \alpha_1 \, Log\,(Equity) + \alpha_2\,(Beta) = \alpha_3\,(Regulated) + \alpha_4\,(Own\ 5) + \alpha_5\,(Own\ 20) + \alpha_6\,(Own\ 20+) + \alpha_7\,(Fin\ (N)) + \alpha_8\,(Same) + \alpha_9\,(Other\ Outside) + e_{jt} \qquad (2)$$

MVB = Rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable des actions

Equity = Valeur au marché des actions ordinaires (une mesure de la taille)

Beta = Coefficient de risque systématique corrigé de Dimson (1979) avec avance et retard[11]

Regulated = Variable auxiliaire égale à 1 si réglementée ou égale à 0 autrement

Own 5 = Propriété détenue par les administrateurs entre zéro et 5 %, et 5 % si elle est > 5 %

Own 20 = Zéro si propriété est ≤ 5 %, propriété –5 % si propriété est > 5 % et ≤ 20 %, et 15 % si propriété est > 20 %

Own 20+ = Zéro si propriété est ≤ 20 %, et propriété -20 % si propriété est > 20 %

Fin (N) = Définition restreinte d'administrateurs financiers. Il s'agit de la proportion d'administrateurs qui sont actuellement des employés d'institutions financières.

Fin (B) = Définition plus large d'administrateurs financiers. Elle comprend Fin (N) ainsi que la proportion des autres administrateurs qui ne sont que des administrateurs d'institutions financières.

Same = Proportion des administrateurs externes qui sont administrateurs ou gestionnaires d'entreprises faisant partie de la même industrie.

Other Outside = Proportion des administrateurs externes, autres que ceux venant de l'industrie financière définie dans Fin (B) et ceux définis comme faisant partie de la même industrie (Same). Ce groupe comprend les politiciens, les universitaires, les employés du secteur public, les experts-conseils et les avocats.

Dans la régression transversale, nous utilisons le rapport entre la valeur au marché des actions et leur valeur comptable, une approximation du ratio Q de Tobin, en tant que mesure de rendement.

Morck et collaborateurs (1988) ainsi que Hermalin et Weisbach (1991) ont utilisé le ratio Q de Tobin comme mesure de rendement. Toutefois, nous avons modifié cette façon de procéder afin de neutraliser l'influence de la taille, de la réglementation et du risque. Le signe de la taille et de la variable de réglementation ne peut pas être déterminé au préalable, mais nous prévoyons que le rapport entre la valeur et le risque sera de signe négatif. Afin de neutraliser l'effet du risque, nous avons inclus bêta dans la régression transversale et nous prévoyons que $n_2 < 0$ parce qu'un degré de risque plus élevé devrait être inversement proportionnel à la valeur. Selon les conclusions des travaux de Morck et collaborateurs (1988), nous anticipons que $n_4 > 0$, $n_5 < 0$ et $n_6 > 0$. Si la présence d'administrateurs financiers et d'administrateurs du même domaine d'activités commerciales contribue effectivement à augmenter la valeur des actions de la société, il s'ensuit que $n_7 > 0$ et $n_8 > 0$. Si la présence d'autres administrateurs externes a aussi pour effet d'augmenter sensiblement la valeur des actions de la société, nous aurons alors $n_9 > 0$.

DONNÉES

LES PRIX MENSUELS DES ACTIONS ET LE NOMBRE D'ACTIONS en circulation furent tirés de la base de données sur les actions du *Canadian Financial Markets Research Centre*. Les données financières des sociétés, telles que la valeur comptable des actions ordinaires, furent extraites de la base de données sur disque optique compact de *Compact Disclosure Canada* et d'exemplaires sur microfiche des rapports annuels. Les noms, les postes et les antécédents professionnels des administrateurs de 200 des 500 sociétés ouvertes comprises dans la liste annuelle du *Financial Post* furent compilés et codés pour en faire une base de données opérationnelle à l'aide des renseignements contenus dans les circulaires de procuration des actionnaires et la base de données sur disque optique compact de *Compact Disclosure Canada*. Les noms de tous les actionnaires détenant plus de 10 p. 100 des droits de vote furent aussi tirés de ces deux sources. L'échantillon initial de 200 sociétés ouvertes fut réduit à un

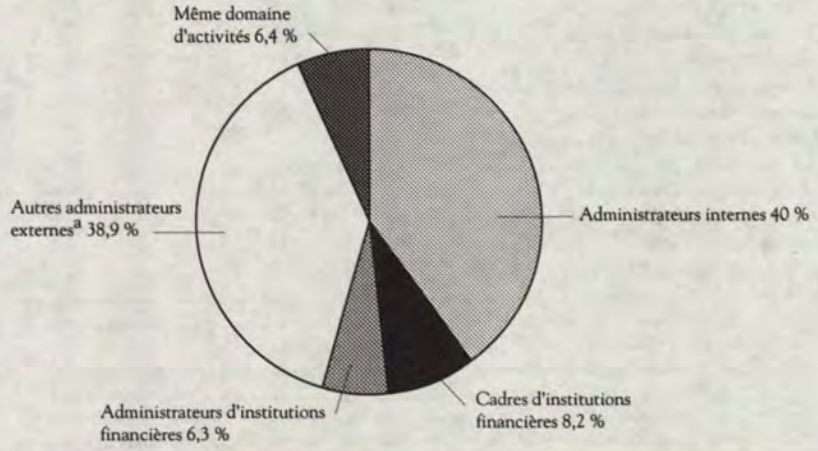
échantillon final de 150 sociétés soit parce qu'il manquait des renseignements financiers, des données sur la possession des actions ou sur les administrateurs ou que les données sur le rendement mensuel des actions étaient insuffisantes pour calculer la variable bêta. Nous avons utilisé les rendements mensuels des actions sur une période de cinq ans pour calculer les bêtas mais, dans les cas où les données sur les rendements mensuels étaient insuffisantes, nous avons retenu une période d'au moins 24 mois de rendement mensuel.

STRUCTURE DU CONSEIL ET CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉCHANTILLON

NOUS PRÉSENTONS À LA FIGURE 1 LA COMPOSITION des conseils d'administration des sociétés dans l'échantillon pour l'ensemble de la période allant de 1984 à 1993. Dans l'échantillon de 150 sociétés canadiennes ouvertes inscrites à la Bourse de Toronto au cours de la période allant de 1984 à 1993, les administrateurs internes représentaient 40 p. 100 du conseil et tous les administrateurs externes intervenaient pour 60 p. 100. Ces proportions se comparent à 34,4 p. 100 et à 65,6 p. 100 d'administrateurs internes et externes, respectivement, dont Rosenstein et Wyatt (1990) font état dans leur étude pour les États-Unis. Par

FIGURE 1

COMPOSITION MOYENNE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE 150 SOCIÉTÉS INSCRITES À LA BOURSE DE TORONTO, 1984-1993



NOTA : a Parmi les autres administrateurs externes figurent des experts-conseils, des avocats, d'anciens politiciens, des universitaires et des fonctionnaires ou des employés d'organismes à but non lucratif.

conséquent, environ 60 p. 100 des administrateurs proviennent de l'extérieur du Canada, tandis que cette proportion est d'environ 66 p. 100 aux États-Unis.

En se fondant sur la définition plus large d'administrateurs financiers externes, environ 15 p. 100 des administrateurs sont soit des employés ou des administrateurs d'institutions financières. Ces proportions figurent au tableau 1. Donc, un septième de l'ensemble des administrateurs sont associés directement ou indirectement à des institutions financières. Il s'agit d'une proportion appréciable si l'on tient compte du nombre restreint d'institutions financières au Canada. À partir d'un échantillon d'entreprises américaines, Rosenstein et Wyatt (1990) ont calculé que les administrateurs financiers représentaient 10,7 p. 100 de l'ensemble des administrateurs aux États-Unis[12]. Selon notre étude, seulement 8,4 p. 100 des administrateurs étaient des employés actuels

TABLEAU 1

CARACTÉRISTIQUES DE L'ÉCHANTILLON DE 150 SOCIÉTÉS CANADIENNES, 1984-1993

VARIABLE	MOYENNE	ÉCART-TYPE	MINIMUM	MAXIMUM
Bêta de l'avoir propre	0,937	0,379	0,066	2,132
Rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable de l'avoir propre	1,416	1,042	0,240	6,184
Proportion des administrateurs internes	0,400	0,175	0,068	1,000
Proportion des administrateurs externes	0,600	0,175	1,000	0,932
Proportion des administrateurs financiers (N)[a]	0,084	0,083	0,000	0,350
Proportion des administrateurs financiers (B)[b]	0,147	0,128	0,000	0,627
Proportion des administrateurs provenant du même domaine d'activités[c]	0,064	0,091	0,000	0,500
Valeur au marché de l'avoir propre (en millions de $)	710	1 380	2,7	11 200
Actif total (en millions de $)	1 700	3 889	33,6	38 998
Marge bénéficiaire d'exploitation[d] (%)	10,08	12,54	–1,59	80,70
Rendement sur l'actif[e] (%)	7,81	4,75	–4,21	24,55
Taux de rotation de l'actif[f]	1,30	0,90	0,08	5,80

NOTA : a Par définition, les administrateurs financiers (N) au sens restreint comprennent des administrateurs financiers externes qui sont à l'emploi d'institutions financières.

b Par définition, les administrateurs financiers (B) au sens large comprennent des administrateurs financiers externes qui sont soit des employés ou des administrateurs d'institutions financières.

c Par définition, les administrateurs provenant du même domaine d'activités sont des administrateurs externes qui sont soit des PDG, des employés, des retraités ou des administrateurs d'entreprise dans le même domaine d'activités.

d Bénéfices avant intérêt et impôts divisés par le chiffre d'affaires.

e Bénéfices avant intérêt et impôts divisés par l'actif total.

f Par définition, le taux de rotation de l'actif s'obtient en divisant le chiffre d'affaires total par l'actif total.

d'institutions financières. Les administrateurs provenant des mêmes domaines d'activités commerciales ou des mêmes industries intervenaient pour 6,4 p. 100 du nombre total d'administrateurs.

Le tableau 1 indique que le bêta de l'avoir propre moyen pour l'échantillon d'entreprises s'établit à 0,937. Cette faible moyenne s'explique par le fait que l'échantillon inclut les sociétés ouvertes les plus grandes au Canada. Le risque systématique de ces entreprises a tendance à être relativement faible. La valeur moyenne au marché de l'avoir propre et de l'avoir total s'établit à 710 millions et à 1,7 milliard de dollars, respectivement.

Les trois mesures de rendement font état d'un large éventail de valeurs pour l'échantillon d'entreprises même si elles représentent une moyenne calculé sur plusieurs années. Le rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable de l'avoir propre varie entre 0,240 et 6,184. Le rendement de l'actif et le taux de rotation de l'actif total varient de –4,21 à 24,55 p. 100 et de 0,08 à 5,80 p. 100, respectivement. Les sociétés ayant les niveaux de rentabilité d'exploitation les plus élevés sont souvent des entreprises de services publics qui ont un niveau élevé de frais d'intérêts compensateurs. Ces entreprises sont aussi celles qui ont les taux de rotation les plus faibles.

Comme l'indique le tableau 2, le nombre d'administrateurs par entreprise varie entre 5 et 25. Entre 1984 et 1993, il y avait en moyenne 11,25 administrateurs par entreprise, dont environ 6,9 p. 100 étaient des administrateurs externes. La *Loi ontarienne sur les sociétés* (article 115) et la loi fédérale équivalente (article 97) prévoient qu'au moins un tiers du conseil ou deux administrateurs, respectivement, doivent provenir de l'extérieur. Par conséquent, les grandes sociétés ouvertes canadiennes ont tendance à avoir un nombre plus élevé d'administrateurs externes que la loi ne l'exige.

Le tableau 2 contient des données sur la proportion des votes détenus par l'ensemble des administrateurs. Le nombre total moyen de votes détenus par les administrateurs de chaque société s'établit à 40,75 p. 100, le minimum et le maximum étant 0,01 et 100 p. 100, respectivement. Selon Byrd et Hickman (1992), le nombre moyen de votes détenus par les administrateurs d'un échantillon de sociétés américaines était de 15 p. 100. Avec ses deux classes d'actions, Xerox Canada était l'entreprise qui exerçait un contrôle de 100 p. 100 des votes. Les administrateurs de Xerox Canada détenaient toutes les actions avec droit de vote, tandis que les investisseurs externes détenaient les actions ne comportant pas de droit de vote. Une analyse plus poussée des données de l'échantillon permet de croire que la plupart des votes contrôlés par les administrateurs sont détenus par un nombre restreint d'administrateurs internes. Ces données indiquent que, même si la proportion des administrateurs externes au conseil d'administration est plus élevée que celle des administrateurs internes, seule une faible proportion des votes de l'entreprise est détenue par les administrateurs externes.

Dans 26,7 p. 100 des entreprises, le PDG est président du conseil d'administration. L'influence indue que ce double rôle peut exercer sur les décisions

TABLEAU 2

CARACTÉRISTIQUES DES CONSEILS D'ADMINISTRATION DE 150 SOCIÉTÉS PUBLIQUES CANADIENNES, 1984-1993

VARIABLE	MOYENNE	ÉCART-TYPE	MINIMUM	MAXIMUM
Nombre d'administrateurs par société	11,25	3,88	5,00	25,00
Proportion des votes détenue par des administrateurs internes	40,75[a]	30,84	0,01	100,00[b]
Proportion des sociétés dont le PDG est président du conseil[c]	26,70	s.o.[d]	s.o.	s.o.
Nombre d'années en fonction des administrateurs	8,60	4,15	0,20	27,60

NOTA : a La proportion des votes détenue par les administrateurs internes dans notre échantillon de sociétés canadiennes est élevée par rapport à celle obtenue dans les études portant sur les entreprises américaines. Nous attribuons ce pourcentage plus élevé à la propriété plus restreinte des sociétés canadiennes.

b Les sociétés dont les administrateurs détenaient 100 p. 100 des votes entre 1983 et 1993 possédaient deux catégories d'actions. Les actions avec droit de vote étaient détenues par des administrateurs internes, tandis que les actions sans droit de vote étaient détenues par des administrateurs externes.

c La fraction comprend toutes les sociétés dont le PDG était aussi président du conseil d'administration.

d Sans objet.

du conseil est une question qui a préoccupé les auteurs d'études sur la régie d'entreprise. Le nombre moyen et maximum d'années en fonction des administrateurs dans notre étude est de 8,6 et de 27,6 années, respectivement. Ces chiffres indiquent que les administrateurs des sociétés ouvertes canadiennes possèdent un nombre considérable d'années d'expérience dans leur fonction de membres du conseil d'administration.

ANALYSE DES RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS

LES RÉSULTATS DES RÉGRESSIONS DE L'ANALYSE qui fait appel à trois mesures de rendement différentes comme variable dépendante sont présentés dans les tableaux 3 à 5. Dans la première colonne de chacun des tableaux, les résultats indiquent que la proportion du nombre total d'administrateurs externes n'est pas significativement corrélée avec le rendement de l'entreprise. L'absence d'un rapport significatif entre la proportion des administrateurs externes et le rendement de l'entreprise est conforme aux résultats de Hermalin et Weisbach (1991). L'analyse de la présence d'administrateurs externes révèle que ni la proportion des administrateurs qui sont à l'emploi d'institutions financières ni la proportion des administrateurs définis au sens large afin d'inclure les employés et les administrateurs d'institutions financières ne sont corrélées de façon systématique avec les mesures de rendement au seuil de signification de

TABLEAU 3

RÉSULTAT DES RÉGRESSIONS DU RENDEMENT ET SES ÉLÉMENTS DÉTERMINANTS

	VARIABLE DÉPENDANTE : RATIO ENTRE LA VALEUR AU MARCHÉ ET LA VALEUR COMPTABLE DES ACTIONS[a]			
Constante	–0,403	–0,130	–0,188	0,043
	(0,36)	(0,12)	(0,17)	(0,04)
Log (actions)	0,124	0,128	0,091	0,125
	(1,02)	(1,05)	(0,74)	(1,02)
Bêta	0,467	0,444	0,467	0,453
	(1,99)**	(1,87)*	(2,00)**	(1,92)*
Société réglementée	0,341	0,381	0,382	0,381
	(1,21)	(1,33)	(1,35)	(1,33)
Propriété[b] 5	7,462	7,870	7,212	9,002
	(0,65)	(0,68)	(0,17)	(0,77)
Propriété 20	–3,125	–3,617	–3,031	–4,058
	(0,86)	(1,01)	(0,85)	(1,11)
Propriété 20+	0,459	0,440	0,505	0,368
	(0,95)	(0,90)	(1,05)	(0,76)
Administrateurs externes	0,277			
	(0,673)			
Administrateurs financiers (N)[c]		0,516		
		(0,45)		
Administrateurs financiers (B)[d]			1,324	
			(1,66)*	
Administrateurs provenant du même domaine d'activités				–0,485
				(0,45)
Autres directeurs externes		–0,139	–0,220	–0,299
		(0,25)	(0,38)	(0,54)
R^2 corrigé	0,02	0,01	0,03	0,01
Nombre de sociétés	138	138	138	138

NOTA : Les nombres entre parenthèses sont les valeurs du test t.

* Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 10 p. 100.

** Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 5 p. 100.

a Le rapport annuel moyen de la capitalisation boursière des actions ordinaires à la valeur comptable des actions ordinaires.

b Par définition, la propriété correspond à la proportion des votes détenue par les administrateurs internes et externes.

c Par définition, les administrateurs financiers (N) au sens restreint comprennent des administrateurs financiers externes qui sont à l'emploi d'institutions financières.

d Par définition, les administrateurs financiers (B) au sens large comprennent des administrateurs financiers externes qui sont soit des employés ou des administrateurs d'institutions financières.

5 p. 100. Seule la proportion des administrateurs externes définis au sens large (B) et le rapport entre la valeur au marché des actions et leur valeur comptable affichent une corrélation significative au seuil de confiance de 10 p. 100. De

TABLEAU 4

RÉSULTAT DES RÉGRESSIONS DU RENDEMENT ET SES ÉLÉMENTS DÉTERMINANTS

	VARIABLE DÉPENDANTE : RENDEMENT SUR L'ACTIF[a]			
Constante	0,106 (2,04)**	0,090 (1,77)*	0,094 (1,86)*	0,111 (2,11)**
Log (actions)	–0,003 (0,49)	–0,003 (0,53)	–0,003 (0,48)	–0,003 (0,57)
Bêta	–0,011 (0,93)	–0,012 (1,08)	–0,011 (0,97)	–0,010 (0,93)
Société réglementée	0,026 (2,08)**	0,026 (2,02)**	0,025 (1,92)*	0,026 (2,01)**
Propriété[b] 5	–0,078 (0,15)	–0,123 (0,24)	–0,065 (0,12)	0,011 (0,02)
Propriété 20	–0,017 (0,10)	–0,005 (0,033)	–0,013 (0,08)	–0,057 (0,34)
Propriété 20+	0,032 (1,41)	0,038 (1,67)*	0,034 (1,49)	0,029 (1,27)
Administrateurs externes	–0,000 (0,01)			
Administrateurs financiers (N)[c]		0,067 (1,25)		
Administrateurs financiers (B)[d]			0,005 (0,13)	
Administrateurs provenant du même domaine d'activités				–0,060 (1,13)
Autres directeurs externes		0,032 (1,27)	0,024 (0,87)	0,011 (0,42)
R^2 corrigé	0,02	0,03	0,02	0,03
Nombre de sociétés	130	130	130	130

NOTA : Les nombres entre parenthèses sont les valeurs du test *t*.

* Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 10 p. 100.

** Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 5 p. 100.

a Le rapport annuel moyen de la capitalisation boursière des actions ordinaires à la valeur comptable des actions ordinaires.

b Par définition, la propriété correspond à la proportion des votes détenue par les administrateurs internes et externes.

c Par définition, les administrateurs financiers (N) au sens restreint comprennent des administrateurs financiers externes qui sont à l'emploi d'institutions financières.

d Par définition, les administrateurs financiers (B) au sens large comprennent des administrateurs financiers externes qui sont soit des employés ou des administrateurs d'institutions financières.

plus, le rapport entre la présence d'autres administrateurs externes et les mesures de rendement n'est pas significatif. La même conclusion s'applique aux administrateurs qui font partie du même domaine d'activités, sauf dans un

TABLEAU 5

RÉSULTAT DES RÉGRESSIONS DU RENDEMENT ET SES ÉLÉMENTS DÉTERMINANTS

VARIABLE DÉPENDANTE : TAUX DE ROATION DE L'ACTIF[a]				
Constante	5,345 (6,79)**	5,168 (6,69)**	5,201 (6,75)**	5,786 (7,39)**
Log (actions)	–0,486 (5,56)**	–0,492 (5,66)**	–0,512 (5,78)**	–0,508 (5,93)**
Bêta	–0,128 (0,76)	–0,153 (0,91)	–0,116 (0,70)	–0,131 (0,80)
Société réglementée	–0,598 (3,03)**	–0,600 (3,06)**	–0,605 (3,03)**	–0,586 (3,01)**
Propriété[b] 5	4,340 (0,52)	3,374 (0,41)	3,737 (0,45)	7,049 (0,87)
Propriété 20	–2,052 (0,78)	–1,854 (0,73)	–1,622 (0,63)	–3,455 (1,35)
Propriété 20+	1,001 (2,94)**	1,080 (3,17)**	1,053 (3,12)**	0,884 (2,65)**
Administrateurs externes	–0,004 (0,01)			
Administrateurs financiers (N)[c]		1,108 (1,35)		
Administrateurs financiers (B)[d]			0,818 (1,45)	
Administrateurs provenant du même domaine d'activités				–2,003 (2,64)**
Autres directeurs externes		0,385 (0,98)	0,486 (1,17)	–0,150 (0,39)
R^2 corrigé	0,315	0,320	0,322	0,345
Nombre de sociétés	144	144	144	144

NOTA : Les nombres entre parenthèses sont les valeurs du test *t*.

* Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 10 p. 100.

** Le coefficient est statistiquement significatif au seuil de 5 p. 100.

a Le rapport annuel moyen de la capitalisation boursière des actions ordinaires à la valeur comptable des actions ordinaires.

b Par définition, la propriété correspond à la proportion des votes détenue par les administrateurs internes et externes.

c Par définition, les administrateurs financiers (N) au sens restreint comprennent des administrateurs financiers externes qui sont à l'emploi d'institutions financières.

d Par définition, les administrateurs financiers (B) au sens large comprennent des administrateurs financiers externes qui sont soit des employés ou des administrateurs d'institutions financières.

cas. Le taux de rotation de l'actif affiche une corrélation négative et significative avec la présence d'administrateurs provenant du même domaine d'activités. Il s'ensuit que les entreprises qui ont un nombre plus élevé d'administrateurs

provenant du même secteur industriel génèrent moins de ventes par dollar d'actif.

Les résultats globaux indiquent que l'expérience des administrateurs externes classifiés en fonction de leur appartenance au secteur financier ou au même domaine d'activités n'a pas pour effet de faire augmenter systématiquement la valeur des actions de l'entreprise plus que ne le ferait la présence d'autres administrateurs. Ce résultat diffère de celui de Rosenstein et Wyatt (1990), puisque ces auteurs ont conclu que la nomination d'administrateurs externes provenant du secteur financier avait pour effet d'augmenter la richesse des actionnaires. De plus, la présence d'une proportion plus élevée d'autres administrateurs externes au conseil d'administration n'a aucun effet supplémentaire sur la valeur des actions.

Les résultats obtenus pour les variables de contrôle indiquent que la variable de risque systématique, bêta, est corrélée positivement avec le ratio de la valeur au marché à la valeur comptable des actions. Il s'ensuit que les entreprises à croissance rapide ont tendance à présenter un niveau de risque plus élevé. Les tableaux 4 et 5 indiquent que, sur le plan des questions de régie des sociétés, les entreprises réglementées ont un comportement différent de celui des sociétés non réglementées. Les résultats du tableau 4 indiquent que, en se fondant sur le taux de rendement de l'actif comme critère de rendement des sociétés, les entreprises réglementées ont tendance à avoir un rendement supérieur à celui des sociétés non réglementées, tandis que le tableau 5 indique que les sociétés réglementées ont un taux de rotation de l'actif moins élevé.

La taille de l'entreprise, mesurée à l'aide du logarithme de la valeur au marché des actions, est statistiquement significative en tant que variable de contrôle dans le cas où la variable dépendante retenue est le taux de rotation de l'actif. Ce résultat n'a rien d'étonnant, puisque plusieurs des grandes entreprises comprises dans l'échantillon étaient des compagnies de services publics, telles que les Entreprises Bell Canada.

Contrairement aux résultats obtenus par Morck et ses collaborateurs (1988), le rapport entre le rendement et les variables de possession d'actions jusqu'à concurrence de 5 p. 100 du total et de possession d'actions variant entre 5 et 20 p. 100 du total n'est statistiquement pas significatif. Toutefois, il y a une corrélation positive et significative entre la possession de plus de 20 p. 100 des actions par les administrateurs de la société et le rendement de l'entreprise, mesuré à l'aide du taux de rotation de l'actif ou du taux de rendement de l'actif. Ce résultat tend à appuyer quelque peu l'argument à l'effet qu'une proportion élevée d'actions détenues par des administrateurs de l'entreprise a pour effet d'harmoniser plus étroitement les intérêts des administrateurs à ceux des actionnaires; donc, une concentration élevée de la possession des actions d'une société s'accompagne d'un meilleur niveau de rendement de l'entreprise.

De façon générale, les résultats indiquent qu'aucune preuve convaincante ne permet de croire que la présence au conseil d'une société d'administrateurs externes provenant de l'industrie financière et de domaines d'activités

connexes a pour effet de faire augmenter de façon significative la valeur des actions de l'entreprise. Cette conclusion est conforme aux résultats de Hermalin et Weisbach (1991) au sujet des administrateurs externes en général. Les résultats indiquent que le rapport de nature non monotone entre la propriété et la valeur des actions d'une société que Morck et ses collaborateurs (1988) ont postulé et observé ne tient que pour des niveaux de propriété dépassant les 20 p. 100.

CONCLUSIONS ET CONSÉQUENCES DU POINT DE VUE DES POLITIQUES

DANS CETTE ÉTUDE, NOUS AVONS UTILISÉ DES DONNÉES sur les entreprises canadiennes au cours d'une période allant de 1984 à 1993 afin de déterminer si la présence au conseil d'administration des entreprises d'administrateurs externes provenant de l'industrie financière et de secteurs d'activités semblables avait pour effet d'augmenter la valeur des actions des sociétés. En d'autres termes, y a-t-il une corrélation positive entre la présence de ces administrateurs externes et le rendement des sociétés ? Nous avons aussi examiné dans cette étude l'importance d'autres élément déterminants du rendement des entreprises, tels que le risque systématique et la taille de l'entreprise, ainsi que le rapport non monotone entre la possession d'actions par des administrateurs et le rendement de la société.

De façon générale, les résultats donnent à penser qu'il n'y a aucune preuve statistique d'une corrélation entre le rendement des sociétés et la proportion des administrateurs externes qui font partie du conseil d'administration. Les conclusions fondées sur cet échantillon important d'entreprises canadiennes sont conformes à celles auxquelles Hermalin et Weisbach (1991) sont arrivés aux États-Unis. De plus, l'analyse de la composition du conseil d'administration révèle qu'il n'y a aucune preuve convaincante à l'effet que la présence d'administrateurs externes provenant de l'industrie financière ou des mêmes domaines d'activités avait pour effet d'augmenter la valeur des actions de l'entreprise. Toutefois, les résultats indiquent qu'il y a une corrélation positive entre la taille et le rendement de l'entreprise, que la valeur des actions de l'entreprise augmente lorsque la possession d'actions par les administrateurs dépasse les 20 p. 100 et que la structure de régie interne des sociétés réglementées a une incidence différente sur leur rendement par rapport à celle des entreprises non réglementées.

Les deux conséquences du point de vue des politiques de notre analyse ont trait à l'efficacité des administrateurs externes et à la divulgation des antécédents des administrateurs externes, ce qui permettra aux analystes, aux investisseurs et aux responsables de la réglementation du marché des valeurs mobilières de déterminer et donc d'établir une différence entre les administrateurs indépendants et les administrateurs affiliés. Premièrement, il est possible que l'efficacité des administrateurs externes ne soit pas attribuable à leurs

connaissances en soi mais plutôt à d'autres caractéristiques personnelles. Cette possibilité découle de la conclusion empirique que la présence d'administrateurs financiers externes bien renseignés au conseil d'administration n'a pas une influence significative sur le rendement des entreprises. Il est donc peu probable qu'une législation prévoyant le maintien d'une proportion minimale d'administrateurs externes au conseil d'administration des sociétés n'ait une incidence positive ou négative sur le rendement des entreprises. Deuxièmement, il faut améliorer les dispositions régissant la divulgation des antécédents des administrateurs externes, de leur affiliation, de leur participation à des conseils d'administration interdépendants et de la durée de leur mandat. Une faiblesse particulièrement évidente au niveau des obligations en matière de divulgation a trait à la question de savoir si des entreprises à l'intérieur desquelles un administrateur occupe des fonctions d'employé ou d'administrateur sont rattachées entre elles par une propriété commune. À l'heure actuelle, il est difficile de déterminer qui sont les administrateurs externes indépendants et sans liens d'affiliation. Sans une amélioration des dispositions concernant la divulgation, il sera impossible de surveiller efficacement l'application d'une législation concernant le maintien d'une proportion minimale d'administrateurs externes indépendants.

NOTES

1 Il semble que la question de déterminer quels sont les intérêts que les administrateurs représentent est discutable. Wainberg et Wainberg (1987) affirment que les administrateurs, dans le cadre de leurs fonctions au conseil d'administration, sont des mandataires de l'entreprise. Ils sont des mandataires en ce sens qu'ils sont chargés de gérer les éléments d'actif de l'entreprise de façon à ce qu'elle réalise un bénéfice et qu'ils sont aussi des fiduciaires en ce sens qu'ils doivent sauvegarder la valeur des actifs de l'entreprise. Hatton (1990) soutient aussi que, légalement, les administrateurs sont tenus de représenter les meilleurs intérêts de l'entreprise et non ceux des actionnaires ou des autres intervenants parce que les pouvoirs des administrateurs de gérer le fonctionnement de l'entreprise leur sont conférés par des textes législatifs et non par les actionnaires. Gillies (1992) et Mace (1986) se placent dans une perspective plus large et ils soutiennent que les administrateurs ont une responsabilité fiduciaire à l'égard de tous les intervenants, y compris les actionnaires, les créditeurs, les employés, les consommateurs et la société en général.

2 À quelques exceptions près, les auteurs de la majorité des études empiriques ont conclu à l'existence d'un rapport positif ou neutre entre la proportion des administrateurs externes au conseil d'administration et le rendement de

l'entreprise. Dans leur analyse de l'efficacité des administrateurs externes, Rosenstein et Wyatt (1990) ont conclu que la nomination d'administrateurs externes avait des effets positifs sur la richesse des actionnaires. Kaplan et Minton (1994) ont constaté que la nomination d'administrateurs externes avait pour effet d'accélérer le roulement des cadres supérieurs et d'améliorer légèrement le rendement de l'entreprise. Brickley, Coles et Terry (1994) ont indiqué que la réaction du marché boursier à l'annonce de pilules empoisonnées était positive lorsque la majorité des membres du conseil d'administration étaient de l'extérieur et qu'elle était négative dans le cas contraire. Brickley, Lease et Smith (1988) font aussi état de données empiriques qui montrent qu'il est plus probable que les investisseurs institutionnels et les détenteurs de blocs d'actions votent contre les propositions des gestionnaires lorsqu'ils estiment que ces propositions seront préjudiciables aux actionnaires. Toutefois, Murphy (1985), Hermalin et Weisbach (1988, 1991) et Kaplan et Reishus (1990) ont conclu qu'aucun indice ne permettait de croire que la présence d'administrateurs externes avait pour effet d'augmenter la valeur des actions d'une entreprise. De plus, Pound (1988) fait état de données empiriques qui indiquent que, à cause de pressions attribuables à des conflits d'intérêts, il est plus probable que des investisseurs institutionnels et des administrateurs externes votent en faveur des propositions des gestionnaires et à l'encontre de leurs responsabilités en tant que fiduciaires à l'égard des actionnaires et des autres intervenants.

3 La *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) prévoit que les sociétés ouvertes doivent avoir au moins deux administrateurs qui ne soient pas des employés de l'entreprise ou de sociétés affiliées. Par ailleurs, la *Loi ontarienne sur les sociétés* (LOS) stipule qu'un minimum d'un tiers des administrateurs d'une société ouverte doivent être des administrateurs externes. Dans ce cas, il est possible que les dispositions concernant le nombre minimum d'administrateurs soient difficiles à réconcilier. La présence de deux administrateurs externes sur un conseil comprenant dix personnes permettrait de satisfaire aux exigences de la LCSA, mais non à celles de la LOS.

4 Dans la version préliminaire du rapport du comité de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise au Canada, on définit un administrateur autonome comme étant « un administrateur qui est libre de tout intérêt ou de toute activité ou d'autres liens d'affiliation qui pourraient, ou pourraient raisonnablement, être perçus comme une entrave matérielle à l'aptitude de l'administrateur à agir dans le meilleur intérêt de l'entreprise ». Les administrateurs autonomes sont des administrateurs externes que l'on peut considérer comme n'ayant aucun lien de dépendance à l'égard de la haute direction de l'entreprise. Il est difficile de déterminer si les entreprises considèrent leurs administrateurs financiers externes comme étant des administrateurs autonomes.

5 Des études empiriques réalisées aux États-Unis et au Japon sur le rôle des administrateurs provenant d'institutions financières ne donnent pas des

résultats homogènes. Dans son étude portant sur des entreprises américaines, Van Nuys (1993) a démontré que même des administrateurs provenant d'institutions financières qui ne font pas actuellement affaires avec l'entreprise ont tendance plus souvent que d'autres groupes à appuyer la haute direction lors de déclarations visant à s'opposer à des prises de contrôle. Toutefois, Rosenstein et Wyatt (1990) ont conclu que la nomination d'administrateurs externes aux États-Unis en provenance d'une industrie donnée n'avait pas d'incidence différente de celle de nominations en provenance de n'importe quelle autre industrie. Kaplan et Minton (1994) signalent que des administrateurs japonais à l'emploi d'institutions bancaires sont nommés sur le conseil d'administration de sociétés qui ont des difficultés financières et qui ont contracté des emprunts importants auprès des banques. Des administrateurs provenant de sociétés non financières sont nommés au conseil d'administration d'entreprises qui font face à des problèmes temporaires. Dans les deux cas, les administrateurs externes exercent une fonction de surveillance.

6 Pour une analyse des administrateurs « hybrides », voir Baysinger et Butler (1985), Hermalin et Weisbach (1988) et Byrd et Hickman (1992*a*).

7 Byrd et Hickman (1992) soutiennent qu'il est peu probable que l'analyse transversale portant sur le rapport entre le rendement des entreprises et la structure des conseils d'administration contenue dans la présente étude et dans les études américaines, telles que celle de Hermalin et Weisbach (1991), parvienne à des résultats significatifs parce que la présence d'administrateurs externes exerce une incidence uniquement au moment d'événements extraordinaires, tels que des tentatives de prise de contrôle ou la mise au point de pilules empoisonnées.

8 Les études déjà publiées ne renferment pas de conclusion claire au sujet du sens du rapport de causalité entre le rendement de l'entreprise et la composition du conseil d'administration. Le rapport de causalité inverse, selon lequel la composition du conseil d'administration peut être déterminée en fonction du rendement de l'entreprise, est analysé dans l'étude de St-Pierre, Gagnon et Saint-Pierre (1992).

9 Plusieurs entreprises canadiennes ont leur société mère à l'étranger. Dans presque tous les cas, des cadres de la société mère à l'étranger font partie du conseil d'administration de la filiale canadienne. La proportion des votes contrôlés par les administrateurs comprend les votes détenus par la société mère à l'étranger.

10 Morck et ses collaborateurs (1988) soutiennent que le rapport entre la valeur des actions d'une entreprise et leur propriété peut être positif, ce qui se produit lorsque l'hypothèse de la convergence des intérêts se vérifie, ou négatif, ce qui signifie que l'hypothèse du retranchement des cadres prédomine sur celle de la convergence des intérêts. Leur régression linéaire par morceaux du ratio Q de Tobin sur la propriété indique que la pente est positive pour une propriété comprise entre 0 et 5 p. 100, négative pour une

propriété comprise entre 5 et 25 p. 100, et positive mais plus faible pour une propriété dépassant les 25 p. 100.

11 Le risque systématique fut évalué à l'aide du bêta corrigé de Dimson (1979). Cette mesure permet d'introduire une correction afin de tenir compte d'un faible volume possible de transactions. Le bêta de Dimson est la somme des β_i de la régression suivante :

$$R_{jt} - \alpha_0 + \sum_{i=-1}^{+1} \beta_i R_{mt+i} + e_{jt}$$

dans laquelle R_{jt} et R_{mt} sont les rendements sur la période de rétention mensuelle des actions et de l'indice composite du TSE 300. La régression fut calculée sur la période de cinq ans qui a précédé l'analyse transversale de l'équation (2).

12 Brickley, Lease et Smith (1988) établissent une distinction entre les administrateurs externes provenant d'institutions financières « exposées aux pressions » (banques, sociétés de fiducie, courtiers en valeurs mobilières et compagnies d'assurance) et d'institutions « non assujetties à des pressions » (caisses de retraite publiques et fonds mutuels). Nous ne faisons aucune distinction dans notre étude parce que nous ne disposions pas de données suffisantes pour établir une distinction entre les preneurs fermes et les investisseurs institutionnels.

Remerciements

Le financement de notre étude à été assuré grâce à une subvention du Conseil de recherche en sciences humaines du Canada et d'une subvention de recherche à court terme de l'Université Wilfrid Laurier. Nous désirons remercier nos adjoints de recherche Yuxing Yan, Yuhie Liu et Raman Krishnaprasad pour leur apport en matière de collecte de données et de programmation. Ce document fut présenté en mars 1995 lors de la Conférence sur la prise de décision dans les entreprises au Canada, parrainée par Industrie Canada en collaboration avec la Fondation canadienne de recherche financière.

BIBLIOGRAPHIE

Ang, J. S. et J. H. Chua, « Corporate Bankruptcy and Job Losses Among Top Level Managers », *Financial Management*, hiver 1981, p. 70-74.

Arnold, Hugh J. et Patrick F. O'Callaghan, « The New Board of Directors: A Survey of Chief Executive Officers », *Business Quarterly*, été 1988.

Barr, Joseph W., « The Role of the Professional Director », *Harvard Business Review*, mai-juin 1976.

Baysinger, Barry D. et Henry N. Butler, « Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 1, nº 1, automne 1985, p. 101-124.

Brancato, C. K. et P. A. Gaughan, « Institutional Investors and Their Role in Capital Markets », document nonographique, Columbia University Center for Law and Economics, 1988.

Brickley, J. A., J. L. Coles et R. L. Terry, « Outside Directors and the Adoption of Poison Pills », *Journal of Financial Economics*, vol. 35, 1994, p. 371-390.

Btickley, J. A., R. C. Lease et C. W. Smith, Jr, « Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 267-291.

Byrd, J. W. et K. A. Hickman, « Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence From Tender Offer Bids », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 1992*a*, p. 195-221.

_____, « The Case for Independent Outside Directors », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, 1992*b*, p. 78-82.

Coughlan, A. T. et R. M. Schmidt, « Executive Compensation, Managerial Turnover, and Firm Performance: An Empirical Investigation », *Journal of Accounting and Economics*, 1985, p. 43-66.

DeAngelo, L. E., « Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance », *Journal of Accounting and Economics*, janvier 1989, p. 3-36.

Demsetz, H., « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, 1983, p. 375-390.

Demsetz, H. et K. Lehn, « The Structure of Corporate Ownership », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 1155-1177.

Dimson, E., « Risk Measurement When Shares are Subject to Infrequent Trading », *Journal of Financial Economics*, vol. 7, 1979, p. 197-226.

Easterbrook, F. H. et D. R. Fischel, « Voting in Corporate Law », *Journal of Law and Economics*, vol. 23, 1983, p. 395-427.

Epstein, Edward M., « The Corporate Social Policy Process and the Process of Corporate Governance », *American Business Law Journal*, vol. 25, 1987.

Fama, E. F. et M. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *Journal of Law and Economics*, 1983, p. 301-325.

Fredrickson, J. W., D. C. Hambrick et S. Baumrin, « A Model of CEO Dismissal », *Academy of Management Review*, avril 1988, p. 255-270.

Furtado, E. P. H. et V. Karan, « Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence », *Financial Management*, 1990, p. 60-75.

Gaughan, P. A., *Mergers and Acquisitions*, Harper Collins Publishers Inc., New York, 1991.

Gillies, James, *Boardroom Renaissance: Power, Morality and Performance in the Modern Corporation*, McGraw-Hill Ryerson Limited, Toronto, 1992.

Hatton, Michael J., *Corporations and Directors: Comparing the Profit and Not-for-Profit Sectors*, Thompson Educational Publishing Inc., Toronto, 1990.

Hermalin, Benjamin E. et Michael S. Weisbach, « The Determinants of Board Composition », *Rand Journal of Economics*, vol. 19, nº 4, hiver 1988, p. 589-606.

_____, « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 20, nº 4, hiver 1991, p. 101-112.

Holderness, C. G. et D. P. Sheenan, « The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 317-346.

Jensen, M. C., « Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review*, 1989, p. 61-74.

Jensen, M. C. et W. H. Meckling, « Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, 1976, p. 305-360.

Jensen, M. C. et J. B. Warner, *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan Inc., New York, 1988.

Kaplan, S. N. et B. A. Minton, « Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers », *Journal of Financial Economics*, vol. 36, 1994, p. 225-258.

Kaplan, Steven et N. David Reishus, « Outside Directorships and Corporate Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 389-410.

Kovacheff, J. D., « Managing the Board: A Survey of Chairmen of Canadian Corporations », National Centre for Management Research and Development, Université Western Ontario, London (Ont.), 1991.

Leighton, David S. R. et Donald H. Thain, « The Role of the Corporate Director », *Business Quarterly*, automne 1990.

Mace, Myles L., « The President and the Board of Directors », *Harvard Business Review*, mars-avril 1972, p. 37-49.

_____, « The Board and the New CEO », *Harvard Business Review*, mars-avril 1977.

_____, *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Division of Research, Boston, 1986.

Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, mars 1988, p. 842-852.

_____, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, septembre 1989, p. 293-315.

Murphy, K. J., « Corporate Performance and Managerial Remuneration », Journal of Accounting and Economics, vol. 7, 1985.

Osler, Hoskin et Harcourt, « Directors' Duties: A Guide to the Responsibilities of Corporate Directors in Canada », Toronto, 1993.

Patton, Arch et John C. Baker, « From The Boardroom », *Harvard Business Review*, novembre-décembre 1987, p. 10-18.

Pawling, John D, « The Crisis of Corporate Boards: Accountability vs. Misplaced Loyalty », *Business Quarterly*, printemps 1988, p. 26-28.

Pound, J., « Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 237-265.

Rosenstein, S. et Jeffrey G. Wyatt. « Outside Directors, Board Independence and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, p. 175-191.

St-Pierre, Josée, Jean-Marie Gagnon et Jacques Saint-Pierre, « Takeover Bids, Structure of Ownership and Board Composition », document de travail, Université Laval, 1992.

Shleifer, A. et R. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 94, 1986, p. 461-488.

Thain, D. H. et D. R. S. Leighton, « Ownership Structure and the Board », *Canadian Investment Review*, vol. 4, automne 1991, p. 61-65.

Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada, « 'Where Were the Directors?': Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada », Toronto Stock Exchange, Toronto, 1994.

Vance, Stanley C., *Corporate Leadership: Boards, Directors and Strategy*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1983.

Vancil, R. F., *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*, Harvard Business School Press, Boston (Mass.), 1987.

Van Nuys, K., « Corporate Governance Through the Proxy Process: Evidence from the 1989 Honeywell Proxy Solicitation », *Journal of Financial Economics*, vol. 34, 1993, p. 101-132.

Wainberg, J. M. et Mark I. Wainberg, *Duties and Responsibilities of Directors in Canada*, CCH Canadian Limited, sixième édition, Toronto, 1987.

Weitzer, E. J., « Are Institutional Investors Really Impacting Corporate Governance? », *Canadian Investment Review*, vol. 4, 1991, p. 9-14.

Warner, J. B., R. L. Watts et K. H. Wruck, « Stock Prices and Top Management Changes », *Journal of Financial Economics*, mars 1988, p. 461-492.

Weisbach, M. S., « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431-460.

Mark R. Huson
Département d'administration des affaires
Université de l'Alberta

Commentaire sur la quatrième partie

UNE BONNE PARTIE DE LA DOCUMENTATION EXISTANTE sur les problèmes d'encadrement dans les entreprises est consacrée à l'explication des conflits d'intérêts qui opposent les détenteurs d'actions (actionnaires) et les détenteurs d'obligations, ainsi qu'entre les actionnaires et les gestionnaires. Les solutions à ces conflits englobent, notamment, les conventions de prêt, les régimes de rémunération incitative et la surveillance exercée par les actionnaires. De plus en plus, les actionnaires institutionnels jouent un rôle important dans le processus de surveillance des gestionnaires aux États-Unis. Les études présentées dans cette partie explorent la mesure dans laquelle les investisseurs institutionnels canadiens interviennent activement en vue d'accroître la valeur de l'entreprise.

En raison de la structure de propriété qui prévaut au Canada, on ne devrait pas faire de comparaison trop directe entre les investisseurs institutionnels canadiens et américains quant au degré d'intervention dans la régie des sociétés et l'effet de cette intervention sur la valeur de l'entreprise. La présence d'actionnaires dominants engendre un conflit mandant-mandataire particulier, qui oppose une catégorie d'actionnaires à une autre. La capacité de l'actionnaire dominant d'influer sur l'orientation de la société réduit l'incitation qu'ont les investisseurs institutionnels à participer à des activités de régie.

Dans le domaine de la régie d'entreprise, les institutions doivent prendre un certain nombre de décisions. Premièrement, elles doivent décider si elles exerceront ou non une surveillance. Puis, selon l'ensemble des renseignements qu'elles recueillent, elles doivent décider si elles céderont leur participation, si elles interviendront ou si elles demeureront de loyaux partenaires. Patry et Poitevin examinent les facteurs qui amènent les institutions à exercer une surveillance et ceux qui les incitent plutôt à abandonner une entreprise, à intervenir auprès de la direction ou à demeurer loyales. Foerster étudie un modèle possible de surveillance et il analyse les modèles de régie activiste des sociétés que l'on retrouve actuellement au Canada. L'efficacité de ces activités est examinée par MacIntosh et Schwartz, et Amoako-Adu et Smith. MacIntosh et Schwartz portent leur attention sur l'effet de la présence des investisseurs institutionnels sur la valeur de l'entreprise. Amoako-Adu et Smith explorent l'effet de la présence d'administrateurs financiers externes sur le rendement de l'entreprise. Soulignons que l'impossibilité de rejeter les hypothèses nulles de

ces études empiriques signifie que l'on ne peut établir une distinction claire entre deux explications concurrentes : les institutions ne tentent pas d'influer sur le rendement de l'entreprise ou, elles le font, mais se révèlent inefficaces à cet égard.

Patry et Poitevin étudient plus précisément les structures de régie et d'organisation des investisseurs institutionnels afin de déterminer si elles influent sur les facteurs qui incitent ces derniers à exercer une surveillance. À cette fin, ils analysent dans un premier temps la nature des problèmes d'encadrement qui se posent dans les entreprises ainsi que les mécanismes de sortie ou d'intervention, pour ensuite mettre en relief la place de plus en plus importante occupée par les investisseurs institutionnels sur les marchés financiers. Ils poursuivent en scrutant la structure de régie des investisseurs institutionnels, en tentant de voir comment elle influe sur les facteurs qui les incitent à exercer une surveillance. Les auteurs envisagent deux genres d'institutions : les fonds communs de placement et les caisses de retraite.

Leur analyse les amène à conclure que la nature des fonds communs de placement incite les gestionnaires de fonds à se comporter de manière à maximiser le rendement obtenu par les investisseurs. Mais la préoccupation des gestionnaires de fonds communs de placement à l'égard de la liquidité ne permet pas d'adopter une stratégie d'investissement à long terme. Par contre, les gestionnaires de caisses de retraite ne sont pas soumis à la même contrainte de liquidité et ils peuvent donc investir à plus long terme. Cela pose toutefois un problème : puisque la plupart des cotisants aux caisses de retraite sont des investisseurs captifs, rien n'incite les gestionnaires à maximiser le rendement; ces derniers sont donc peu portés à exercer une surveillance.

L'analyse suppose que les gestionnaires de fonds communs de placement agissent de manière à maximiser le rendement qu'obtiendront leurs actionnaires. L'incapacité de maximiser le rendement se traduira par un retrait des fonds confiés au gestionnaire. Si la surveillance fait augmenter le rendement obtenu, les gestionnaires de fonds communs de placement qui exercent une surveillance devraient enregistrer de meilleurs résultats que les autres. Le cas échéant, un gestionnaire de fonds se verra confier davantage de capitaux et la préoccupation relative à la liquidité sera moins prononcée. Cela signifie que si la surveillance est une activité qui ajoute de la valeur, les gestionnaires de fonds communs de placement y auront recours. Mais la leçon à tirer d'un manque de surveillance de la part des gestionnaires de fonds communs de placement ne ressort pas clairement. Serait-ce que la structure même des fonds communs de placement rend cette éventualité peu probable ou que la surveillance n'est pas une activité qui ajoute de la valeur ?

J'aimerais soulever trois autres points en rapport avec cette analyse. Le premier et le second ont trait à l'hypothèse selon laquelle les gestionnaires de fonds communs de placement agissent de façon à maximiser le rendement qu'obtiendront les actionnaires. En cherchant à démontrer cette hypothèse, les auteurs font valoir que les détenteurs de participations dans les fonds communs

de placement ne possèdent aucun avantage comparatif quant à la sélection des actions et qu'ils devraient par conséquent laisser la gestion du portefeuille au soin du gestionnaire. Ils ajoutent que parce que les investisseurs ont suffisamment de renseignements à leur disposition pour juger du rendement du gestionnaire et que d'autres solutions convenables s'offrent à eux, les administrateurs des fonds communs de placement sont obligés de maximiser le rendement.

Le premier point que je voudrais aborder est lié à l'idée que les détenteurs de participation dans des fonds communs de placement devraient laisser aux gestionnaires le soin de gérer le portefeuille. Il importe de garder cette notion à l'esprit parce qu'elle est directement liée à celle de « placement relationnel » (dont il est question ailleurs) en tant que mécanisme de régie d'entreprise. Le second point a trait à la présence de produits de substitution facilement accessibles pour certains fonds communs de placement, comme source d'incitation individuelle des gestionnaires à maximiser la valeur du portefeuille. Ce point est lié aux contraintes imposées en matière de placements étrangers aux investisseurs institutionnels canadiens.

Le troisième point concerne la notion selon laquelle les gestionnaires de fonds communs de placement ne sont pas incités à exercer une surveillance. Je soutiendrais que cette situation peut être corrigée en utilisant des contrats de rémunération incitative. En outre, le degré élevé d'activisme de CalPERS et d'autres caisses de retraite aux États-Unis montre que ces investisseurs sont, de fait, incités à exercer une surveillance.

Le modèle de surveillance et d'activisme de CalPERS est analysé par Foerster, qui examine aussi les techniques de surveillance et d'intervention des caisses de retraite du secteur public au Canada. Foerster se demande pourquoi les investisseurs institutionnels canadiens n'ont pas été aussi « visiblement » actifs que leurs homologues américains. Il offre quatre explications possibles. La première est qu'il existe des différences au niveau de la réglementation qui limitent l'activité des institutions canadiennes. La seconde est que des organismes tels que Fairvest et l'Association canadienne des gestionnaires de fonds de retraite (PIAC) jouent ce rôle au nom des institutions. La troisième est que les institutions canadiennes n'ont que récemment atteint une taille suffisante pour intervenir efficacement, mais que l'on devrait s'attendre à plus de dynamisme de leur part maintenant qu'elles ont atteint une taille importante. La dernière explication possible est que le « style canadien » d'activisme est plus discret que le style américain.

Foerster écrit ce qui suit :

> Au cours des années 90, de nombreuses grandes caisses de retraite ont commencé à s'intéresser plus activement aux questions de régie d'entreprise, en grande partie à cause de leur taille croissante et de leur présence accrue sur les marchés boursiers – ce qui faisait qu'il leur était plus difficile de vendre simplement leurs actions lorsqu'elles étaient insatisfaites des

> gestionnaires. Outre la Caisse de dépôt et placement, des régimes tels que le système de retraite des employés municipaux de l'Ontario (OMERS), le régime de retraite des enseignantes et enseignants de l'Ontario, Investissements CN et d'autres grandes caisses de retraite se sont taillées une réputation en raison de leur implication dans les questions de régie des sociétés [...][1].

Si ces affirmations sont exactes, les investisseurs institutionnels canadiens auraient donc adopté une stratégie activiste. Cette affirmation donne aussi du poids à la troisième explication offerte par Foerster. Il serait intéressant de savoir sur quelles questions portaient ces interventions institutionnelles et d'en connaître davantage au sujet de leurs effets.

Foerster décrit la méthode employée par CalPERS pour repérer les entreprises qui éprouvent des problèmes et la méthode appliquée pour provoquer un changement. Il présente un exemple de ce processus de dépistage en employant un échantillon d'entreprises canadiennes dans le but de démontrer que cela pourrait être fait avec des données canadiennes. Mais la question à laquelle Foerster ne répond pas est la suivante : Quel pourcentage des entreprises identifiées comme nécessitant une intervention possèdent des actionnaires dominants ? L'auteur affirme que CalPERS évite systématiquement les entreprises où les initiés possèdent une participation importante. Si l'on songe que, dans environ 80 p. 100 des entreprises figurant à l'indice TSE 300, les initiés détiennent plus de 20 p. 100 du capital-actions, il serait intéressant de voir quelle est la corrélation entre le rendement relatif et la présence d'un actionnaire dominant. Cela est nécessaire étant donné que la présence d'un actionnaire dominant influe sur l'efficacité du style d'intervention de CalPERS. Il se pourrait même que le style d'intervention de CalPERS ne soit pas très utile en raison de la structure de propriété des entreprises canadiennes.

En outre, l'utilisation par Foerster d'une série de données sur le rendement qui exclut les dividendes signifie que les actions offrant un dividende élevé afficheront un rendement relatif inférieur à l'indice et que les actions offrant un faible dividende montreront un rendement plus élevé que l'indice. Pour illustrer ce point, prenons deux actions qui procurent le même rendement total à l'investisseur, l'une sous la forme d'un dividende et l'autre non. Calculons le rendement en excluant le dividende et la performance de ces entreprises en fonction d'un indice qui exclut les dividendes. Si les deux actions offrent le même rendement total, celle qui comporte un dividende semblera offrir un rendement inférieur à l'indice. Il ne faudrait donc pas employer une telle approche pour illustrer comment on peut classer les entreprises.

En décrivant le « style canadien », Foerster fait état d'une approche réactive où l'accent est mis sur la communication privée avec les gestionnaires pour leur faire part des préoccupations au sujet du rendement. L'auteur s'efforce de mettre ce style en contraste avec celui de CalPERS, qui est plus axé sur la confrontation. Je pense que la différence de style est davantage perçue que réelle. Le système de CalPERS est aussi de nature réactive. Il cible les entreprises qui

ont enregistré un mauvais rendement. Il tente ensuite de corriger les problèmes en ayant des entretiens privés avec les gestionnaires de ces entreprises. Ce n'est que si ces efforts échouent que CalPERS entreprend une campagne publique visant à faire modifier les pratiques de gestion. Je suis d'avis que cette façon de procéder est très proche du « style canadien ».

Si l'analyse de Foerster laisse entendre que les investisseurs institutionnels canadiens s'impliquent dans les questions de régie d'entreprise, MacIntosh et Schwartz examinent quant à eux l'effet de la présence des actionnaires institutionnels sur le rendement de l'entreprise. Ils étudient la nature du conflit qui oppose les différents groupes d'actionnaires dans les entreprises où il y a un actionnaire dominant. Plus précisément, l'actionnaire dominant est incité à exercer une surveillance sur les gestionnaires afin de maximiser la valeur de l'entreprise. Il est aussi incité à réorienter le flux de valeur à son profit et au détriment des actionnaires minoritaires. En gardant cela à l'esprit, la présence d'actionnaires dominants devrait révéler une corrélation positive avec les mesures comptables du rendement, mais elle devrait être inversement liée aux mesures de rendement du marché.

Les données présentées par les auteurs corroborent la théorie selon laquelle les actionnaires dominants facilitent le contrôle des conflits d'intérêts qui opposent gestionnaires et actionnaires mais aggravent ceux qui opposent certains groupes d'actionnaires aux autres. Les données présentées pour évaluer si les investisseurs institutionnels influent sur la valeur de l'entreprise sont un peu plus difficiles à interpréter. Elle indiquent que les institutions ont tendance à accroître leur participation dans les entreprises dont les indicateurs comptables (bénéfice, rendement sur l'actif) sont élevés, mais qu'il y a une relation inverse entre les participations institutionnelles et une mesure de rendement du marché. Même si cela concorde avec l'hypothèse selon laquelle les institutions exercent une surveillance sur les gestionnaires (étant donné qu'elles ne peuvent réorienter les ressources à leur profit), les deux mesures du rendement devraient afficher une corrélation positive avec la présence d'investisseurs institutionnels. Devant la non-concordance temporelle de ces mesures, je suis porté à penser que les données présentées appuient davantage la théorie selon laquelle les institutions adoptent des stratégies orientées vers la valeur en achetant des actions qui offrent un ratio bénéfice/prix élevé et qu'elles vendent celles dont le ratio est peu élevé. Mais elles pourraient aussi indiquer que les institutions ont tendance à exercer un contrôle sur les conflits qui opposent différents groupes d'actionnaires. Néanmoins, les résultats de l'étude, dans sa forme actuelle, ne permettent pas de tirer des conclusions ou d'offrir des prescriptions sur le plan des politiques.

Amoako-Adu et Smith examinent l'effet de la présence d'administrateurs financiers externes sur la valeur de l'entreprise. Leur recherche est importante parce qu'elle touche directement à la question de l'efficacité de la nomination de représentants des investisseurs institutionnels au conseil d'administration des entreprises. Toutefois, les auteurs ne font pas de distinction entre les administrateurs

financiers captifs et non captifs. En outre, en classant tout détenteur d'un bloc de plus de 10 p. 100 du capital-actions dans le groupe des initiés, les auteurs peuvent y inclure des représentants des investisseurs institutionnels[2]. Ils arrivent à la conclusion que leurs résultats ne font ressortir aucune valeur associée à la présence d'administrateurs financiers externes ou d'administrateurs externes appartenant au même secteur d'activité . Ces résultats sont intéressants à la lumière des recommandations du Comité Dey et de celles qui figurent dans d'autres études présentées lors de cette conférence, à savoir qu'un plus grand nombre d'administrateurs externes devraient être nommés au conseil d'administration. Mais je ne saurais trop insister sur la nécessité de présenter des données plus convaincantes que celles que l'on trouve dans l'étude d'Amoako-Adu et Smith sur les effets de la composition du conseil d'administration avant de faire des recommandations sur le plan des politiques.

Un résultat intéressant qui ressort de l'étude d'Amoako-Adu et Smith, que les auteurs n'ont pas beaucoup exploité, est l'effet différentiel attribuable à un important bloc de contrôle sur le rendement de l'actif et le taux de roulement de l'actif. Définissons la relation suivante :

$$\textit{Rendement de l'actif}_i = \frac{EBIT_i}{Actif_i}$$

$$\textit{Roulement de l'actif}_i = \frac{Ventes_i}{Actif_i}$$

$$Coûts_i = \frac{Ventes_i - EBIT_i}{Actif_i} = \frac{Ventes_i\ \alpha_i}{Actif_i}$$

S'il n'y avait pas de corrélation entre la structure de propriété et la structure de coût, le coefficient de régression du rendement de l'actif serait de 0,10 multiplié par le coefficient de régression du roulement de l'actif, étant donné que cet argument correspond à la marge bénéficiaire moyenne. Le fait que le coefficient de régression du rendement de l'actif est inférieur à 10 p. 100 du coefficient de régression du roulement de l'actif indique une corrélation positive entre la structure de propriété et la structure de coût. Cela concorde avec l'hypothèse voulant que les actionnaires dominants *retranchent* de la valeur, qui ne profite pas aux autres actionnaires.

L'analyse de MacIntosh et Schwartz et les renseignements fournis par Foerster indiquent qu'en dépit des problèmes décrits par Patry et Poitevin, les institutions participent à la régie d'entreprise. De plus, cette participation semble avoir un effet bénéfique. Les résultats obtenus par Amoako-Adu et Smith laissent penser que la réforme préconisée par le Comité Dey serait, au mieux, inefficace. Cela soulève la question suivante : Quelles autres réformes, le cas échéant, sont requises pour améliorer la régie d'entreprise au Canada ?

Compte tenu des données disponibles sur l'activisme accru des caisses de retraite publiques, il n'est pas clair qu'une réforme s'impose. En outre, les réformes qui auraient pour effet de réduire la capacité des actionnaires dominants de s'approprier les bénéfices découlant de la surveillance qu'ils exercent sur les gestionnaires pourraient ne pas profiter aux actionnaires minoritaires. Il est vrai que ces derniers n'obtiendraient pas une part plus importante du gâteau. Cependant, le gâteau lui-même pourrait bien rétrécir et, s'il ne rétrécit pas (ou ne devient pas plus grand), les réformes n'auront, au mieux, que réussi à légiférer un transfert de richesse. Néanmoins, étant donné que les investisseurs institutionnels peuvent exercer une surveillance sur les conflits entre gestionnaires et actionnaires, il pourrait être avantageux de réduire les conflits qui opposent différents groupes d'actionnaires. Une façon de le faire serait de réduire les coûts d'intervention des institutions et de supprimer la protection contre les mesures punitives dont bénéficient actuellement les actionnaires dominants. J'aborderai maintenant certaines des réformes dont il est question dans ces documents et j'offrirai quelques réflexions de mon cru sur la façon d'améliorer la régie d'entreprise au Canada.

Patry et Poitevin préconisent l'indexation obligatoire des caisses de retraite et l'imposition des gains en capital au moment de la revente des actions. Ces deux réformes auraient pour effet d'accroître le coût qu'aurait à supporter une caisse de retraite qui voudrait se départir d'une participation, accroissant d'autant son incitation à intervenir. La sortie *est* une façon d'exprimer son appréciation; elle indique aux gestionnaires en termes on ne peut plus clairs que leurs pratiques sont inacceptables. Les stratégies de sortie sont déjà coûteuses pour les institutions canadiennes en raison de la taille des blocs d'actions qu'elles détiennent et du manque de liquidité des marchés boursiers canadiens. Par ailleurs, le fait d'accroître les coûts de sortie profiterait aux actionnaires dominants parce qu'il forcerait les institutions à ne pas agir pendant une période plus longue, alors même que leur richesse est expropriée.

Une autre proposition qui ressort de ces documents porte sur l'adoption d'une stratégie de placement relationnel. L'idée générale semble être ici que les institutions devraient acquérir d'importants blocs d'actions pour ensuite participer « activement » à la gestion de l'entreprise. Cependant, on ne précise pas ce que l'on entend par « participation active à la gestion de l'entreprise ». Veut-on dire une participation directe aux décisions stratégiques ? Ou encore la participation aux décisions d'affaires prises au jour le jour ? Rappelons ici un commentaire antérieur de Patry et Poitevin qui ont souligné que les personnes qui investissent dans des fonds communs de placement ne songent pas à dire aux gestionnaires de ces fonds quels titres acheter. Pourquoi devrions-nous espérer qu'un gestionnaire de caisse de retraite ait la capacité de dire à un responsable de l'exploitation quelle est la meilleure façon de fabriquer un produit ?

À mon avis, la façon d'arriver à un plus grand activisme institutionnel est de réduire les coûts que les institutions doivent assumer pour intervenir ou pour se départir d'un placement. À cette fin, je propose les mesures suivantes :

- Modifier les règles qui s'appliquent à la sollicitation de procurations dans le cas des investisseurs institutionnels pour leur permettre de communiquer sur des questions de régie sans devoir assumer le coût d'une sollicitation formelle.

- Modifier la définition de « personne détenant le contrôle » en ce qu'elle s'applique aux investisseurs institutionnels. On leur permettrait ainsi d'agir de concert pour s'opposer aux actionnaires dominants. Une telle mesure supprimerait aussi la nécessité de procéder à des distributions secondaires pour liquider un placement en atténuant les préoccupations au sujet d'infractions possibles aux dispositions sur les opérations d'initiés lorsqu'une institution se départit d'une participation[3].

- Modifier la technique d'évaluation lorsqu'on recourt aux droits d'évaluation des actionnaires. On sait que certaines initiatives des entreprises ont pour effet d'en réduire la valeur. Les pilules empoisonnées et le chantage à l'OPA nous viennent à l'esprit. Dans ces cas, la perte de valeur imputable aux initiatives des gestionnaires est assez évidente. L'investisseur devrait pouvoir, dans ces circonstances, remettre les actions à l'émetteur au prix en vigueur avant l'incident.

- Lier la rémunération des administrateurs externes à la valeur des actions qui ne comportent pas de droit de vote.

- Supprimer les contraintes de portefeuille imposées aux investisseurs institutionnels en ce qui a trait aux placements à l'étranger.

Je voudrais élaborer sur ce dernier point. La taille du marché boursier canadien et le caractère interrelié de la propriété des entreprises canadiennes font que la sortie est une stratégie douteuse lorsqu'un investisseur est insatisfait des gestionnaires d'une entreprise. L'investisseur mécontent qui se départit de sa participation ne fait que passer de Bronfman I à Bronfman II.

En outre, l'un des coûts assumés par l'actionnaire dominant qui exproprie la richesse des actionnaires minoritaires est une hausse du coût du capital. Le coût plus élevé du capital résulte du détournement des fonds vers des utilisations où les investisseurs ne risquent pas d'être dépossédés de leur avoir. En limitant la capacité des investisseurs de déplacer leurs fonds à l'extérieur du Canada, on maintient un bassin d'investisseurs captifs. Cela garantit une offre

de capitaux d'investissement élevée, empêchant que le coût du capital ne s'élève à un niveau qui traduirait l'incidence des opérations d'initiés de la part d'actionnaires dominants. Assouplir les critères relatifs aux placements à l'étranger reviendrait à offrir aux investisseurs du marché de détail un vaste choix de fonds communs de placement. Cela leur donnerait accès à un marché plus étendu où les entrepreneurs rivaliseraient pour obtenir des capitaux. Ces derniers seraient par ailleurs incités à maximiser la valeur au profit des actionnaires dans le but de réduire le coût des capitaux dont ils ont besoin.

NOTES

1 MacIntosh et Schwartz affirment essentiellement la même chose. Ils notent que les investisseurs institutionnels canadiens ont voté contre les propositions des gestionnaires (parfois de concert avec d'autres investisseurs institutionnels) et ont aussi menacé d'utiliser les droits de dissidence et d'intenter des poursuites contre les gestionnaires. Il y a aussi des indications à l'effet que les institutions canadiennes interviennent activement et ostensiblement dans des questions de régie d'entreprise.

2 J'ajouterais aussi qu'ils devraient étudier séparément les entreprises de services publics. D'abord, ces entreprises font l'objet d'un niveau supplémentaire de réglementation qui devrait permettre de limiter les problèmes d'encadrement. De plus, les services publics ont un faible taux de roulement de l'actif et des immobilisations importantes. Les auteurs fournissent des indications de l'existence d'un lien entre la composition du conseil et le roulement de l'actif. Saisiraient-ils ici uniquement des entreprises de services publics?

3 Le dernier point devrait s'appliquer uniquement si l'investisseur institutionnel opère ouvertement sur le marché.

Michael S. Weisbach
Collège de commerce et d'administration publique
Université de l'Arizona

Commentaire sur la quatrième partie

Investisseurs institutionnels et régie des sociétés canadiennes : Une perspective américaine

J'AI APPRÉCIÉ LA LECTURE ET LES RÉFLEXIONS que m'ont inspirées les quatre études intéressantes traitant de l'incidence des investisseurs institutionnels sur la régie des sociétés au Canada, préparées par MacIntosh et Schwartz, Patry et Poitevin, Foerster et Amoako-Adu et Smith. Ce faisant, j'ai l'impression d'avoir beaucoup appris sur les pratiques en matière de financement des entreprises au Canada. Puisque nous parvenons au terme d'une longue journée, je me propose de ne présenter que de brefs commentaires.

Mon impression première, c'est que les auteurs des études adoptent un ton trop déférent à l'égard des États-Unis. Leur thème général semble être le suivant : « Les États-Unis font les choses de telle ou telle façon et notre approche est différente au Canada; par conséquent, que pouvons-nous changer à notre façon de faire » ? Cette attitude m'étonne parce qu'il me semble qu'à chaque fois que j'assiste à une conférence aux États-Unis, je me fais dire que nous faisons tout de travers et qu'il faudrait imiter les Japonais ou les Allemands[1]. Lorsque vous songez à ce que font vos voisins du Sud, vous devriez vous rappeler que nous ne sommes pas tout à fait convaincus que nos pratiques en matière de régie des sociétés et la réglementation qui les accompagne soient logiques, à plus forte raison qu'elles doivent être imitées par d'autres pays.

On peut résumer l'objectif visé par les auteurs des quatres études dans les termes suivants : « Comment peut-on inciter les investisseurs institutionnels à mieux suivre l'évolution des entreprises canadiennes » ? L'une des questions qu'il importe d'examiner est de se demander dans quelle mesure les institutions canadiennes utilisent à bon escient les blocs d'actions qu'elles détiennent. On devrait probablement inciter les investisseurs institutionnels canadiens à conserver ces blocs d'actions et à acquérir le plus d'influence possible sur la régie des sociétés en question, y compris la possibilité d'obtenir un siège au conseil d'administration. Je voudrais aussi faire une mise en garde sur la possibilité de sous-estimer l'importance de l'influence que les institutions peuvent exercer à l'heure actuelle. Dans le cas des États-Unis, du moins, la plupart des manœuvres visant à influencer le comportement des sociétés se déroulent derrière des portes closes, de sorte qu'on peut facilement sous-estimer leur ampleur si l'on se fie principalement à ce qu'on peut lire dans les journaux.

Sur le plan de la propriété institutionnelle, la question qui a été soulevée à plusieurs reprises pendant la conférence est celle des restrictions auxquelles sont assujetties les institutions financières canadiennes en ce qui a trait à l'acquisition d'actions de sociétés étrangères. Selon la théorie des finances, il n'y a aucun doute que, pour profiter au maximum des avantages de la diversification, il faut que l'ensemble des actifs à risque détenus équivalent à un portefeuille pondéré selon la valeur de l'ensemble des actifs à risque dans le monde. Par conséquent, puisque le marché canadien des actions équivaut probablement (au plus) à une proportion de 1 ou 2 p. 100 du marché mondial des actions, les institutions canadiennes ne devraient détenir qu'une proportion d'au plus 1 ou 2 p. 100 de leur portefeuille en actions canadiennes. De plus, il faut tenir compte du capital humain des bénéficiaires. Puisque les bénéficiaires sont des Canadiens, la valeur de leur capital humain variera en fonction des aléas de la performance de l'économie canadienne. Étant donné la corrélation positive qui existe entre le capital humain canadien et le marché boursier canadien, la fraction optimale de l'actif des caisses de retraite qui devrait être détenue sous forme de titres canadiens est en réalité inférieure à cette proportion de 1 ou 2 p. 100. En fait, si l'on persiste à maintenir certaines restrictions sur la possession d'actions de sociétés étrangères, peut-être la règle la plus raisonnable serait-elle d'*interdire aux institutions canadiennes* de détenir des titres canadiens au lieu de les *obliger* comme on le fait actuellement à détenir des titres canadiens. Une telle restriction inciterait les institutions financières à agir dans l'intérêt de leurs bénéficiaires, en leur permettant de réaliser la diversification qu'elles jugent souhaitable.

Permettez-moi maintenant d'analyser brièvement chacune des études. Le document que j'ai trouvé le plus controversé est celui de Foerster portant sur la CalPERS. Il y soulève la question suivante : « Pourquoi les caisses de retraite au Canada n'ont-elles pas été aussi visiblement actives que la CalPERS » ? Pour ma part, je formulerais sa question d'une façon différente : « Pourquoi les caisses de retraite, où que ce soit, n'ont-elles pas été aussi visiblement actives que la CalPERS » ? Je pense qu'on peut répondre à cette question en soulignant qu'un activisme hautement visible comme le pratique la CalPERS est coûteux et n'aide pas les bénéficiaires de la caisse de retraite. Foerster cite les études de Nesbitt, qui prétend que l'intervention de la CalPERS dans des titres boursiers s'est accompagnée d'une hausse de 40 p. 100 des cours de ces actions. Je n'ai pas lu ces études et elles n'ont pas été publiées dans des revues scientifiques, de sorte qu'il m'est difficile de porter un jugement sur leur contenu. Mais il semble pertinent de mentionner qu'un nombre croissant d'études appuient l'hypothèse que les prix des actions tendent à afficher un mouvement de réversion moyenne au cours de certaines périodes de temps. Par conséquent, si l'on choisit *au hasard* un groupe de titres qui ont connu un très mauvais rendement et qu'on suit leur évolution au fil du temps, il est probable qu'ils afficheront un rendement positif anormal. Étant donné que la CalPERS s'intéresse avant tout aux titres dont le rendement a été faible,

il est possible que ce choix fournisse une autre explication aux conclusions de Nesbitt au sujet du rendement ultérieur élevé des titres.

Il convient de faire état ici d'une étude récente réalisée par Wahal[2]. L'auteur a observé qu'il se produisait de faibles hausses (environ 1 p. 100) des cours d'une action au moment de l'annonce de l'acquisition de titres d'une société par la CalPERS, mais qu'il n'y avait aucun effet à long terme sur les prix des actions ou sur des mesures comptables du rendement des sociétés. Compte tenu notamment des résultats de Wahal, il me semble que les conclusions de Foerster ont pour effet de surestimer considérablement l'efficacité des activités de surveillance exercées par la CalPERS sur les sociétés américaines.

Dans leur exposé, Patry et Poitevin passent en revue un grand nombre d'études et ils soulèvent toute une gamme de questions distinctes. L'une de leurs propositions qui me laisse perplexe est un appel en faveur d'une indexation obligatoire des actifs des caisses de retraite. Les politiques de placement des caisses de retraite sont une énigme pour plusieurs économistes pour la raison suivante : L'indexation semble être la meilleure façon de maximiser les rendements nets corrigés des risques, mais les actifs de peu de caisses de retraite sont indexés. Il semble que le marché n'ait pas encore trouvé la solution optimale. On ne sait pas pourquoi il en est ainsi, mais l'explication de Patry et Poitevin, fondée sur le risque subjectif de la part des gestionnaires des caisses de retraite, est aussi plausible que toutes les autres interprétations que j'ai entendues.

J'ai tendance à croire que ce genre de réglementation n'est peut-être pas une si mauvaise affaire. Mais un coût possible lié à une réglementation des stratégies de portefeuille tient au fait qu'une telle réglementation réduit la marge de manœuvre des gestionnaires des caisses de retraite. Une meilleure solution consisterait peut-être à permettre aux caisses canadiennes de suivre l'exemple de la TIAA-CREF, dont les fiduciaires et les gestionnaires ont convenu volontairement d'indexer une tranche importante de leur portefeuille de titres.

Les deux autres études, présentées par MacIntosh et Schwartz et par Amoako-Adu et Smith, font appel toutes les deux aux techniques mises au point par Morck, Shleifer et Vishny (1988) permettant de mesurer l'incidence de la régie d'entreprise sur le rendement des sociétés. La technique consiste à calculer une régression entre une estimation de Q, le ratio de la valeur au marché des actifs de l'entreprise au coût de remplacement, et des variables représentant les structures de régie de l'entreprise. Des valeurs plus élevées de Q indiquent vraisemblablement une exploitation plus rentable, de sorte que les rapports empiriques calculés tiendrait compte de l'incidence de diverses structures de propriété sur le rendement de l'entreprise. Dans le cas de l'étude de MacIntosh et Schwartz, les variables de régie d'entreprise représentent la propriété institutionnelle de l'entreprise tandis que, dans l'étude de Amoako-Adu et Smith, elles représentent la composition du conseil d'administration de l'entreprise.

Je crois qu'une question importante pour les auteurs de ces études est de considérer ce que les économistes appellent les problèmes d'« endogénéité ».

Ces problèmes surviennent si les structures de régie d'entreprise sont elles-mêmes déterminées par le rendement de l'entreprise et non l'inverse, comme le soutiennent les auteurs des deux études. Ainsi, les investisseurs institutionnels pourraient s'intéresser à des entreprises dont le rendement a été bon sur une base historique et ils pourraient acquérir des actions de ces entreprises après un rajustement à la hausse des prix de ces actions. S'il en était ainsi, cela signifierait qu'il y a un rapport entre les entreprises ayant des Q élevés et la propriété institutionnelle, mais pour des raisons différentes de celles proposées par MacInstosh et Schwartz. De même, si les entreprises modifient la composition de leur conseil en fonction de leur rendement, nous observerions un rapport entre la composition du conseil et le rendement de l'entreprise, mais la causalité serait différente de celle considérée dans l'étude de Amoako-Adu et Smith.

NOTES

1 Cet argument a quelque peu perdu de sa popularité depuis l'effondrement du marché boursier japonais, il y a plusieurs années.

2 J'ai pris connaissance de cette étude après la tenue de la conférence de Toronto au cours de laquelle j'ai présenté ces commentaires; je ne l'ai donc pas mentionné à ce moment-là. Voir S. Wahal, « Pension Fund Activism and Firm Performance », thèse de doctorat inédite, Kenan-Flagler Business School, Université de la Caroline du Nord, Chapel Hill (N.C.), 1995.

Cinquième partie
Les aspects internationaux de la régie des sociétés

Randall Morck
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta

et

Bernard Yeung
Faculté d'administration des affaires
Université du Michigan

12

La régie des sociétés multinationales

INTRODUCTION

LA MONDIALISATION RÉSULTE DU BESOIN CROISSANT qu'ont les entreprises d'avoir accès à des marchés plus vastes afin de récupérer les coûts associés à la cadence plus rapide de l'innovation dans de nombreux secteurs. Dans la présente étude, nous faisons valoir que la mondialisation et les entreprises multinationales influeront probablement encore plus dans l'avenir sur la position concurrentielle du Canada. Ces pressions concurrentielles à l'échelon mondial pourraient remettre en cause certaines préoccupations contemporaines soulevées par la politique des gouvernements en matière de régie d'entreprise. Dans l'économie mondiale, les clients, les capitaux d'investissement et la main-d'œuvre hautement qualifiée ne sont pas forcés de subir une mauvaise gestion; ils peuvent tout simplement faire affaire avec des rivaux mieux administrés. Les entreprises canadiennes doivent solutionner leurs problèmes de régie non parce qu'elles sont légalement tenues de le faire mais parce que leur survie en dépend. Dans ce contexte, la meilleure solution qui s'offre aux gouvernements pour améliorer la régie d'entreprise au Canada pourrait bien être de favoriser la concurrence et l'ouverture tout en assurant une bonne infrastructure juridique et éducationnelle. Cela veut dire que l'on doit sevrer les entreprises des subventions et des marchés captifs et offrir des services publics essentiels de qualité élevée, en particulier dans les domaines de l'éducation, de la santé et de la justice. La régie des filiales canadiennes de sociétés multinationales pose certains problèmes, notamment en regard des actionnaires minoritaires canadiens. Nous préconisons des règles de divulgation plus rigoureuses afin d'améliorer la transparence et nous soutenons que les conseils d'administration des filiales étrangères comptant des actionnaires minoritaires parmi le public canadien devraient disposer de *comités de déontologie* dont le mandat serait d'approuver les opérations avec lien de dépendance conclues avec la société mère ou d'autres entreprises liées. De fait, si cette exigence était imposée à toutes les entreprises où l'on

retrouve des actionnaires dominants et une minorité du capital-actions émis dans le public, nombre de problèmes de régie d'entreprise qui se posent au Canada se trouveraient résolus d'un seul coup. Avant de formuler des propositions sur la régie des multinationales, nous devons préciser pourquoi ces entreprises sont importantes et comment elles diffèrent des entreprises qui sont confinées au marché intérieur.

Les multinationales ont toujours été une source importante de capitaux pour le Canada. En 1990, la valeur cumulative des investissements étrangers directs au Canada était de 108 milliards de dollars, soit 6,6 p. 100 du stock mondial d'investissement étranger direct[1]. En 1987, les filiales de propriété étrangère représentaient 64,8 p. 100 des ventes de produits manufacturiers, 75,4 p. 100 des exportations de produits manufacturiers et, pour la période 1985-1988, 88,3 p. 100 des importations de produits manufacturiers (Corvari et Wisener, 1993). L'entrée de nouveaux investissements étrangers directs au Canada a atteint, en moyenne, près de 10 milliards de dollars annuellement ces dernières années, dont la plus grande partie en provenance des États-Unis (Knubley et coll., 1994).

La politique du gouvernement canadien à l'égard de l'investissement étranger direct a donc été intimement liée aux relations qu'entretient le pays avec les États-Unis. Dans les années 60 et au début des années 70, les rapports plutôt tièdes avec Washington et les craintes populaires exprimées au sujet de la domination des États-Unis ont mené à la création, en 1974, de l'Agence d'examen de l'investissement étranger. Cet organisme avait comme objectif déclaré de veiller à ce que l'investissement étranger direct entrant au pays procure des avantages significatifs au Canada. Des émotions semblables ont suscité l'adoption du Programme énergétique national (PEN), un système d'expropriation partielle des investissements étrangers dans le secteur de l'énergie.

En 1985, l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement conservateur a été suivie d'un brusque changement de cap. Le Programme énergétique national a été démantelé, tandis que l'Agence d'examen de l'investissement étranger a été réorganisée pour devenir Investissement Canada, avec comme mandat *d'attirer* de nouveaux investissements étrangers directs au Canada. L'Accord de libre-échange conclu entre le Canada et les États-Unis en 1989 et l'Accord de libre-échange nord-américain (ALENA) conclu par la suite ont contribué à ouvrir davantage l'économie canadienne, même s'ils prévoyaient un statut spécial pour certains secteurs, notamment celui des industries « culturelles ». Investissement Canada a été intégré au ministère de l'Industrie en 1993 et a cessé d'exister en tant qu'organisme distinct en 1994.

Les politiques économiques au vingtième siècle sont le produit de l'idéologie politique, de l'opinion populaire et du réalisme économique. L'idéologie politique semble être un élément du passé, tandis que l'opinion populaire paraît de plus en plus alignée sur le réalisme économique. À preuve, la reconnaissance croissante du fait que les gouvernements ne constituent pas des monopoles mais qu'ils sont en concurrence pour attirer les investissements mobiles des entreprises d'envergure mondiale. Une conséquence de cette tendance est la création de blocs

régionaux de libre-échange et d'investissement, qui va dans le sens de la libéralisation multilatérale du commerce et de l'investissement envisagée dans le contexte de l'Uruguay Round de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT) et de la nouvelle Organisation mondiale du commerce (OMC). Compte tenu de cette « GATTisation » de notre économie, quelle politique le Canada devrait-il adopter à l'égard des filiales de propriété étrangère d'ici la fin du siècle et pour la suite ?

On ne saurait trop insister sur l'importance de la mondialisation des affaires pour le Canada. Les progrès rapides de la technologie de l'information et des communications et la libéralisation économique de régions entières dans le monde, par exemple la Chine, l'Europe de l'Est et (il faut l'espérer) l'Amérique latine, se sont accompagnés d'une croissance explosive de l'investissement étranger direct. La réussite des entreprises dépend souvent d'une gestion mondiale intégrée de la commercialisation, de la production, de la recherche-développement et des ressources humaines. La concurrence accrue suscitée par la mondialisation a donné lieu à des améliorations importantes sur le plan des compétences en gestion et de la façon dont les affaires se déroulent dans de nombreux pays. Cette libre circulation des idées signifie que les entreprises s'efforcent maintenant de suivre l'exemple de leurs meilleures rivales à l'échelle planétaire. L'innovation constante devient une nécessité si l'on veut survivre. Les multinationales sont en quelque sorte le creuset de ce phénomène de mondialisation. Essentielles à la prospérité, elles constituent néanmoins d'implacables exemples du principe de la « survie du plus apte ».

Dans ce nouvel ordre économique, la politique du Canada à l'égard des filiales de propriété étrangère doit s'appuyer sur une compréhension des paramètres économiques des entreprises multinationales. Dans la section qui suit, nous abordons les questions suivantes : Pourquoi les multinationales en viennent-elles à acquérir un avantage concurrentiel sur les entreprises nationales ? Comment le comportement des filiales a-t-il évolué avec le temps ? Quel effet l'investissement étranger direct a-t-il sur l'économie hôte ? Nous examinons ensuite comment évolue le contexte international de l'investissement étranger direct. Enfin, nous présentons quelques idées sur le défi que posent les politiques dans ce domaine en faisant certaines suggestions.

NOTRE COMPRÉHENSION THÉORIQUE ET EMPIRIQUE DES ENTREPRISES MULTINATIONALES

POURQUOI LES ENTREPRISES ÉTABLISSENT DES FILIALES À L'ÉTRANGER

IL N'EST PAS FACILE DE GÉRER DES OPÉRATIONS INTERNATIONALES. Pour s'établir dans un nouveau contexte, une entreprise doit repartir à zéro afin d'acquérir une compréhension générale de la culture, du système juridique, du cadre de réglementation et du climat d'affaires qui y prévalent. En outre, faire des affaires signifie plus

que d'ériger une usine ou implanter un bureau de vente; cela suppose d'établir des contacts au niveau local, d'embaucher les bonnes personnes sur les marchés locaux de la main-d'œuvre et des gestionnaires, d'établir de bons rapports avec des fournisseurs, des distributeurs, des entreprises de transport et le gouvernement local. Ces considérations nous incitent à penser que les entreprises qui entrent sur un marché étranger subissent un désavantage sur le plan de l'information relativement aux entreprises qui s'y trouvent déjà. Dans les publications d'affaires, ce phénomène est souvent appelé l'avantage du « terrain » dont jouissent les entreprises locales. Ainsi, les étrangers nouvellement implantés doivent souvent verser une prime pour embaucher des travailleurs locaux. Ils peuvent faire des erreurs coûteuses en tentant d'établir des liens avec des fournisseurs et des distributeurs locaux. On peut alors se demander : Pourquoi, devant toutes ces difficultés, des entreprises étrangères seraient-elles intéressées à implanter des opérations à l'étranger et qu'est-ce qui leur permet de surmonter l'avantage du « terrain » que possède leur rival local ?

Les spécialistes proposent plusieurs explications : l'accès à des matières premières et/ou à une main-d'œuvre peu coûteuse; l'accès aux marchés, par exemple en contournant des barrières commerciales; la réaction stratégique à la présence d'un concurrent; une plus grande souplesse au niveau de la production ou de la commercialisation; l'accès à des renseignements commerciaux, par exemple, sur la conception des produits, les techniques de production ou les méthodes de commercialisation les plus récentes, ou encore une réduction de la fiscalité par un transfert de revenus aux filiales qui se trouvent dans les pays où les taux d'imposition sont peu élevés.

Puisque toutes ces raisons semblent à première vue valables, les chercheurs ont voulu comprendre plus précisément ce qui engendrait des éléments de synergie dans un réseau multinational de filiales. La structure multinationale produirait-elle, en soi, suffisamment de valeurs pour surmonter l'avantage du terrain que possèdent les entreprises locales ou y a-t-il une raison économique plus profonde qui explique la survie des sociétés multinationales ?

Des travaux de recherche récents laissent penser que la valeur intrinsèque de la structure multinationale découle de l'*internalisation* des marchés pour les éléments d'actif incorporels d'une entreprise; tous les motifs mentionnés précédemment constitueraient des tactiques visant à atteindre ce but. Les éléments d'actif incorporels sont fondés sur l'*information*. Ils englobent les techniques de production innovatrices, les nouvelles compétences en commercialisation, les marques de commerce, l'image de marque des entreprises, les compétences en gestion propres à une entreprise et les nouvelles formes d'organisation. Bref, ce sont des innovations qui confèrent un avantage concurrentiel ou une « longueur d'avance » à l'entreprise.

Parce que les éléments d'actif incorporels sont fondés sur l'information, l'expansion de l'échelle ou de la portée de leur application engendre peu de coûts supplémentaires et n'épuise pas ces éléments d'actif; par contre, elle accroît considérablement le rendement obtenu en regard de leurs coûts de développement

initiaux. L'entreprise devrait donc tenter d'exploiter au maximum cet avantage pour tirer le meilleur parti possible de son innovation.

Il est difficile de vendre à une autre entreprise les droits d'utilisation d'un élément d'actif fondé sur l'information. Un acheteur pourrait raisonnablement exiger des renseignements sur une nouvelle technique de commercialisation avant d'en assumer le coût mais, une fois l'information obtenue, il n'a plus à payer pour celle-ci étant donné qu'il connaît maintenant tout ce qui peut lui être utile. Les brevets et les droits d'auteur atténuent ces problèmes jusqu'à un certain point, mais non entièrement. L'attribution à une entreprise étrangère d'une licence d'utilisation d'une nouvelle technologie pourrait contribuer à donner naissance à un redoutable concurrent futur.

Pour mettre à profit le plus possible son avantage innovateur tout en en gardant l'exclusivité, l'entreprise doit nécessairement prendre de l'expansion. Dans le contexte international, cela signifie qu'elle doit faire des investissements directs à l'étranger. C'est ce que nous voulons dire par internalisation du marché des éléments d'actif incorporels fondés sur l'information.

Morck et Yeung (1991) ont examiné le rapport entre la valeur de l'entreprise et la structure multinationale. Ils ont tenté de voir si une structure multinationale contribuait, de fait, à accroître la valeur d'une entreprise et de préciser la source de toute variation de la valeur de l'entreprise[2]. Ils ont observé une corrélation positive entre la structure multinationale et la valeur de l'entreprise correspondant à environ 8 cents par dollar d'actif corporel. En l'absence d'éléments d'actif incorporels, une structure multinationale n'a aucun effet sur la valeur de l'entreprise ou contribue à la réduire. Ce qui est plus important, Morck et Yeung ont constaté que l'augmentation de la valeur de l'entreprise avait une forte corrélation avec les activités antérieures de R-D ou de publicité. Sans éléments d'actif incorporels, une structure multinationale n'a soit aucun effet ou un effet négatif sur la valeur de l'entreprise. Cela signifie que les éléments d'actif incorporels fondés sur l'information sont un élément indispensable pour que la structure multinationale accroisse la valeur d'une entreprise et, qu'en leur absence, la structure multinationale pourrait constituer un handicap. Morck et Yeung (1992) ont observé que l'annonce de l'acquisition d'une entreprise étrangère ajoutait, en moyenne, 2 p. 100 à la valeur totale d'une entreprise américaine. Cette réaction positive au niveau du prix des actions se limite aussi aux entreprises qui peuvent posséder des éléments d'actif incorporels[3]. L'annonce d'une acquisition à l'étranger par une entreprise américaine sans élément d'actif incorporel n'entraîne aucun changement dans sa valeur ou alors réduit celle-ci. Cela veut dire qu'une structure multinationale plus étendue engendre une plus grande valeur pour l'entreprise si elle a des éléments d'actif incorporels mais qu'en l'absence de tels éléments, elle en réduit la valeur. Il s'ensuit aussi que pour les entreprises possédant des éléments d'actif incorporels, les acquisitions étrangères entraînent une augmentation de la valeur et non l'inverse. D'autres études révèlent, qu'en moyenne, les entreprises multinationales ont une propension beaucoup plus élevée à investir dans des éléments d'actif incorporels que les entreprises confinées au marché intérieur.

Après réflexion, il semble que les raisons invoquées par les spécialistes découlent de l'augmentation d'échelle correspondant à l'avantage que possède une entreprise. Une entreprise qui a un avantage sur le plan de l'innovation peut se permettre de pénétrer des marchés difficiles et se procurer des matières premières selon des modalités qui ne seraient pas profitables pour d'autres entreprises. La souplesse, les initiatives stratégiques et la cueillette de renseignements sont toutes des investissements à long terme que rend possibles la présence d'un avantage concurrentiel. Les transferts de revenus sont le plus utiles lorsqu'une entreprise a des bénéfices excédentaires à déplacer et, en raison de l'habileté de plus en plus grande des administrations fiscales à entraver les pratiques de prix de cession, les transactions intra-firmes portant sur des éléments d'actif incorporels deviennent la méthode préférée de transfert de revenu (Harris et coll., 1993).

Bref, du point de vue de l'entreprise, une expansion internationale constitue essentiellement une façon d'étendre l'échelle et la portée de l'application de son avantage concurrentiel lié à des éléments d'actif incorporels. L'expansion internationale n'est pas une fin en soi; plutôt, c'est un moyen de conjuguer les éléments d'actif propres à l'entreprise à d'autres éléments d'actif, de nature locale, et d'accroître de cette façon les bénéfices.

En outre, tant pour les entreprises canadiennes qui s'établissent à l'étranger que pour les sociétés mères étrangères qui établissent des filiales au Canada, une structure multinationale requiert un investissement constant dans de nouveaux éléments d'actif incorporels. Ces derniers ne durent pas éternellement. Comme les immobilisations physiques, ils se déprécient et deviennent désuets. Ils exigent un effort constant de remplacement et de renouvellement, assuré par des activités régulières de R-D, des initiatives de commercialisation, de nouvelles structures d'organisation, etc. Si l'entreprise laisse dépérir ses éléments d'actif incorporels, elle perd l'avantage qui l'a aidé à surmonter l'avantage du « terrain » des entreprises locales. Sa structure multinationale devient alors un fardeau.

L'innovation semble donc plus profitable et plus essentielle à une multinationale qu'à une entreprise évoluant sur un seul marché national. Elle est plus rentable parce que sa structure multinationale lui permet d'exploiter ses innovations à une échelle ou une portée plus grandes et de récupérer ainsi plus facilement les coûts fixes qu'elle a engagés au départ. L'innovation est plus essentielle parce que la structure multinationale devient un handicap lorsqu'une entreprise n'a pas d'élément d'actif incorporel fondé sur l'information. L'innovation constante est une nécessité pour toute multinationale qui souhaite maintenir sa longueur d'avance[4].

Du point de vue des politiques, l'investissement étranger direct accroît la productivité de l'économie locale en raison des éléments d'actif incorporels qu'il engendre dans son sillage. De plus, sous l'angle de l'efficience, une économie assujettie à une politique de concurrence ouverte ne devrait guère craindre l'exploitation éventuelle de ses intrants locaux par des multinationales étrangères. Une filiale étrangère ne peut surmonter l'avantage que possède une entreprise indigène que si elle a des éléments d'actif incorporels qui lui permettent d'utiliser

de façon plus productive les facteurs locaux et, ainsi, déclasser les employeurs qui pourraient lui faire concurrence.

L'ÉVOLUTION DU COMPORTEMENT DES FILIALES

BIEN QUE L'AVANTAGE LIÉ À DES ÉLÉMENTS D'ACTIF INCORPORELS puisse permettre de neutraliser l'avantage qu'ont les entreprises locales sur leur propre terrain, une expansion internationale demeure risquée (Mitchell et coll., 1993) et de nombreuses filiales connaissent l'échec à brève échéance (Newbould et coll., 1978; Evans et coll., 1991). Malheureusement, les travaux publiés ne comparent pas les taux de sortie ou d'échec des filiales de propriété étrangère à ceux des entreprises évoluant sur le marché intérieur. On ne sait donc pas clairement comment interpréter les données indiquant des taux élevés d'échec et de sortie des filiales de propriété étrangère. Certaines études de cas révèlent des raisons telles que l'incapacité de s'adapter au contexte d'affaires local, des connaissances insuffisantes pour gérer des opérations à l'étranger ou les avantages insuffisants procurés par la filiale à sa société mère[5]. Il est rassurant de constater que les sociétés mères mettent un terme aux opérations ayant échoué. Dans l'ensemble, ces raisons concordent avec l'hypothèse selon laquelle les multinationales (dont les éléments d'actif incorporels sont insuffisants pour surmonter l'avantage que possèdent les entreprises intérieures sur leur propre terrain) sont forcées de battre en retraite.

Les opérations à l'étranger qui connaissent du succès semblent accroître progressivement leur participation à l'économie du pays d'accueil. Aharoni (1966) documente une augmentation graduelle de la participation à l'économie locale, allant de l'exportation à l'attribution de licences et à l'établissement d'une filiale en bonne et due forme. Teece (1985) fait valoir que les opérations à l'étranger des entreprises américaines et britanniques traversent une évolution qui va de bureaux de ventes à des accords de production et, éventuellement, à des investissements étrangers directs, à mesure que les entreprises acquièrent plus de renseignements au sujet du marché étranger. Shaver (1994) a constaté que sur 354 acquisitions ou constructions d'usines entièrement nouvelles par des entreprises étrangères dans le secteur manufacturier aux États-Unis en 1987 (enregistrées par l'Administration du commerce international du Département du commerce américain), 205 (58 p. 100) ont été le fait d'entreprises étrangères déjà présentes aux États-Unis, dont 107 (30 p. 100) appartenant au même secteur. Bref, un pourcentage important de l'investissement étranger direct est fait par des multinationales déjà présentes dans l'économie du pays d'accueil.

Une telle approche graduelle est logique. Compte tenu des nombreux désavantages que comporte l'entrée sur le territoire de concurrents nationaux, l'entreprise étrangère procède avec prudence; elle peut commencer par exporter vers ce marché. Cela permet aux gestionnaires de recueillir des renseignements sur l'économie hôte et de savoir si les avantages concurrentiels que possède l'entreprise lui permettent de surmonter l'avantage dont jouissent les entreprises locales sur leur propre marché. Si l'économie d'accueil offre suffisamment de promesses,

l'entreprise étrangère pourrait y engager plus de ressources. Si l'avantage que possèdent les entreprises locales sur leur propre terrain est trop redoutable, par exemple, si des liens politiques très étroits sont requis pour réussir en affaires, l'entreprise étrangère se retirera.

Un résultat de cette démarche est que les multinationales accroissent progressivement leur présence dans un pays d'accueil offrant un climat d'investissement favorable. Un contexte hospitalier incite la multinationale à prendre de l'expansion et à exploiter plus à fond les éléments de synergie qui existent entre ses éléments d'actif incorporels et les ressources de l'économie locale. Ce faisant, les multinationales servent les intérêts de l'économie locale en leur offrant une passerelle vers les marchés mondiaux, en constituant une source d'information et d'innovation, en stimulant de nouvelles possibilités d'affaires et en étant une source de pression concurrentielle.

L'IMPORTANCE DES MULTINATIONALES POUR LE CANADA

EN RAISON DE LA CONTROVERSE POLITIQUE QUI L'ENTOURE, l'incidence économique des multinationales sur les économies des pays d'accueil mérite une attention spéciale. La démarche traditionnellement suivie pour comprendre l'effet de l'investissement étranger direct sur une économie est de modéliser celui-ci en termes de migration du capital et de l'analyser à l'aide des outils classiques de la théorie du commerce international. Mais cela pourrait ne pas constituer l'approche la plus utile. Le Canada a une économie ouverte de taille restreinte; les changements qui se produisent au niveau de sa dotation en facteurs à cause de la migration des capitaux ne devraient pas modifier les prix de ses produits et, partant, ses termes d'échange. Si les prix ne changent pas, la théorie statique classique du commerce, qui lie le rendement des facteurs aux prix des produits, prédit qu'il n'y aura pas de changement dans le rendement des facteurs[6].

Le débat public au sujet de l'investissement étranger direct tourne souvent autour de la question de la création d'emplois. S'il y a réellement chômage involontaire, une injection de capitaux pourra créer des emplois à court terme et cela est important. Cependant, un tel déséquilibre du marché est habituellement temporaire et ne devrait pas constituer la considération primordiale au moment d'élaborer une stratégie gouvernementale à long terme. Des distorsions dans les marchés du travail national ou régional qui sont à l'origine d'un chômage durable traduisent souvent de mauvaises politiques macroéconomiques ou régionales. Ces problèmes devraient être affrontés directement. Diverses politiques fédérales et provinciales ont contribué à réduire le coût du chômage pour les travailleurs et ont ainsi haussé le *taux de chômage naturel* du Canada : le niveau de chômage dans une économie saine qui est attribuable au fait que les travailleurs prennent leur temps pour trouver le meilleur emploi possible.

Dans ces circonstances, le critère d'un investissement étranger direct « souhaitable » n'est pas un plus grand nombre d'emplois, mais des emplois de meilleure qualité. La création d'emplois mieux rémunérés dépend de la capacité

de l'employeur éventuel à rendre plus productifs les travailleurs canadiens. En termes généraux, l'investissement étranger direct « souhaitable » doit rendre le capital, la main-d'œuvre et les intrants matériels du Canada plus productifs.

L'investissement étranger direct rend-il les intrants canadiens plus productifs ? La recherche empirique aboutit habituellement à une réponse positive[7]. Globerman (1979) a montré que la productivité du travail dans les usines canadiennes était positivement liée au degré de propriété étrangère dans ce secteur. Corvari et Wisner (1993) sont arrivés à la conclusion que les usines sous contrôle étranger étaient habituellement plus productives que celles détenues par des intérêts canadiens et que la productivité de la main-œuvre y était notamment plus élevée[8].

Pourquoi l'investissement étranger direct est-il en corrélation positive avec la productivité ? Nous pouvons donner plusieurs raisons. D'abord, les multinationales prospères possèdent des éléments d'actif incorporels. Leur production, leur commercialisation et leur gestion supérieures leur permettent d'utiliser les autres intrants, par exemple la main-d'œuvre, de façon plus productive.

De plus, elles offrent à la main-d'œuvre, au capital et aux matières premières locales la possibilité de participer à l'économie mondiale. Ainsi, les entreprises multinationales de logiciels emploient des programmeurs en Inde pour mettre au point des produits qui seront éventuellement commercialisés à l'Ouest. En leur absence, ces travailleurs indiens qualifiés ne pourraient probablement pas trouver un emploi aussi attrayant dans leur pays. Les entreprises locales qui établissent des liens d'affaires avec les multinationales deviennent indirectement liées aux marchés mondiaux. Le fait de traiter avec une multinationale peut permettre à une entreprise locale de desservir des marchés étrangers dont l'accès serait trop coûteux en leur absence. Cet accès indirect à des marchés plus vastes élargit considérablement les perspectives qui s'offrent à l'économie locale.

En outre, les multinationales servent de mécanismes de collecte et de traitement de l'information. Grâce à leur présence sur de nombreux marchés, elles peuvent recueillir et, lorsque cela est possible, exploiter des renseignements provenant de partout dans le monde sur de nouvelles techniques de production, de nouvelles possibilités de commercialisation ou l'évolution des conditions du marché. Elles occupent une position privilégiée pour créer des synergies à l'échelle mondiale, c'est-à-dire qu'elles obtiennent des avantages sur un marché en appliquant l'information qu'elles recueillent ailleurs. Pour les entreprises locales, cet aspect des multinationales est une épée à deux tranchants. Les retombées des nouvelles techniques et de l'information et l'accès indirect aux marchés mondiaux qu'offre une multinationale profitent aux entreprises et aux travailleurs locaux en les aidant à accroître leur productivité au delà de ce qu'ils pourraient faire par ailleurs. Mais, simultanément, parce que la multinationale est constamment à la recherche de façons nouvelles et meilleures de conduire ses affaires, les entreprises locales subissent une pression concurrentielle constante. Le fait de traiter avec une multinationale force les entreprises locales à investir plus dans l'innovation et l'amélioration de la productivité qu'elles le feraient autrement.

À cause de leurs éléments d'actif incorporels fondés sur l'information et de leurs liens à l'échelle planétaire, les entreprises multinationales suscitent une amélioration de la production, de la commercialisation et de la gestion au niveau local. Clark et coll. (1987) ont fait valoir que les usines japonaises « transplantées » aux États-Unis ont servi de stimulants et de mécanismes de transfert de compétences à l'industrie automobile américaine, dont la productivité tirait de l'arrière. Eden (1994) soutient pour sa part que les multinationales sont des agents de changement dans l'économie canadienne.

Enfin, les multinationales stimulent la concurrence. Dans un marché restreint et fermé, les économies d'échelle optimales peuvent déboucher sur un petit nombre d'entreprises locales dans chaque secteur et engendrer une tendance vers des prix oligopolistiques. Les entreprises étrangères qui entrent sur le marché accroissent le nombre de concurrents et rendent la collusion plus difficile. Les conséquences dynamiques de ce processus sont tout particulièrement importantes. La collusion réduit la nécessité pour les entreprises de maintenir un certain niveau d'innovation et peut faire en sorte qu'une industrie s'installe dans un état de stagnation confortable. En surmontant les barrières à l'entrée et en rivalisant pour s'établir sur le marché, les nouveaux venus étrangers forcent les entreprises établies à devenir plus novatrices et productives, à défaut de quoi elles risquent de perdre des clients. La mauvaise régie des entreprises locales devient plus évidente et constitue un plus grand risque en présence de concurrents internationaux.

De surcroît, parce que leur pouvoir de marché est affaibli par cette concurrence plus vive, les entreprises du marché local sont moins en mesure d'exploiter leurs fournisseurs, leurs investisseurs, leurs travailleurs ou leurs clients. Elles doivent verser aux travailleurs, aux investisseurs et aux fournisseurs des prix qui reflètent plus étroitement la valeur marginale des facteurs. Elles doivent aussi proposer aux acheteurs des prix réduits qui s'approchent davantage des coûts marginaux. De façon générale, on devrait observer une amélioration de l'efficience économique globale[9].

Cette concurrence accrue a certes pour effet de déplacer des travailleurs, en particulier dans les entreprises plus vieilles et marginales. S'il n'est pas sans douleur, ce déplacement demeure néanmoins utile. Accroître l'efficience économique signifie habituellement le remplacement d'emplois à faible productivité par des emplois à productivité plus élevée et le remplacement d'entreprises stagnantes par des entreprises innovatrices.

Bref, l'investissement étranger direct accroît la productivité du pays d'accueil par le truchement d'un transfert immédiat d'éléments d'actif incorporels fondés sur l'information. Mais ce gain est de nature statique et non répétitive. Ce qui est plus important, l'investissement étranger direct offre à l'économie locale une passerelle permanente vers les marchés mondiaux, elle comporte des transferts réguliers d'information et d'innovations vers l'économie locale et il exerce une pression constante sur les entreprises locales pour qu'elles innovent et accroissent leur productivité. Ces pressions dynamiques se traduisent par un niveau plus élevé de destruction créatrice *shumpeterienne* et, partant, des taux de croissance économique plus élevés à long terme.

L'ÉVOLUTION DU CONTEXTE DANS LEQUEL OPÈRENT LES MULTINATIONALES

LE CONTEXTE DANS LEQUEL SE DÉROULE L'INVESTISSEMENT ÉTRANGER DIRECT évolue rapidement. Les changements les plus visibles sont l'avènement de l'ALENA, de la Communauté européenne, de l'Organisation de coopération économique Asie-Pacifique et de la nouvelle Organisation mondiale du commerce, issue de l'Uruguay Round du GATT. Moins visible, mais peut-être plus importante, est l'évolution rapide de la façon de faire des affaires – populairement appelée la « mondialisation ».

ABOLITION DES OBSTACLES AU COMMERCE ET À L'INVESTISSEMENT

LA RÉDUCTION DES BARRIÈRES COMMERCIALES DEVRAIT AMENER une expansion de l'investissement étranger direct, lequel crée des synergies entre les éléments d'actif incorporels fondés sur l'information que possèdent les multinationales et les facteurs que l'on retrouve dans les pays hôtes. Elle devrait aussi réduire l'incidence de l'investissement étranger direct visant à contourner de telles barrières.

L'Uruguay Round du GATT a donné naissance à la nouvelle Organisation mondiale du commerce, en laissant entrevoir la promesse de réductions supplémentaires du tarif général, des subventions versées à la production agricole, de la « tarification » des barrières non-tarifaires, de l'abolition des restrictions volontaires à l'exportation et de la suppression progressive de l'Accord multifibre. On doit aussi procéder à un examen des règles relatives aux mesures de sauvegarde, des mesures anti-dumping et des subventions. On peut néanmoins s'interroger sur l'efficacité de ces changements en raison des longs délais de mise en œuvre qui retarderont sensiblement l'application de la plupart de ces réformes, notamment pour les pays en développement.

Le volet de l'OMC portant sur les mesures concernant les investissements liés au commerce touche directement à l'investissement étranger direct. En vertu de ces modalités, il est interdit aux pays membres de l'OMC d'imposer des exigences relatives au contenu local, à l'équilibre des échanges ou à la balance des échanges de devises. Dans le passé, ces mesures ont gêné les échanges de voitures, de produits chimiques, de médicaments et de matériel de haute technologie. Les exigences inacceptables doivent être supprimées dans un délai de deux ans par les pays développés, tandis que la plupart des pays en développement jouissent d'un délai de cinq ans et les pays les moins développés, d'un délai de sept ans. Les accords issus de l'Uruguay Round renforcent aussi les droits de propriété intellectuelle et renferment un accord général sur le commerce des services. Les principaux éléments de cet accord sont le traitement national et la clause de la nation la plus favorisée, ainsi qu'un cadre de négociation future de la libéralisation du commerce des services.

On ne sait pas encore exactement quel sera l'effet éventuel de ces changements. Ce qui ressort plus clairement, toutefois, est qu'en dépit du succès de

l'Uruguay Round, des échanges et des investissements internationaux sensiblement plus libres ne sont ni imminents ni assurés. De fait, l'ingéniosité que peuvent déployer les protectionnistes pour concevoir de nouvelles barrières au commerce et à l'investissement ne devrait pas être sous-estimée; à de nombreuses reprises, ils ont compromis les efforts de libéralisation faits lors des rondes antérieures du GATT. L'un des principaux éléments qui ressort des travaux publiés sur les échanges est l'équivalence entre les politiques intérieures en matière de fiscalité et de subvention et les barrières commerciales. Ainsi, un tarif équivaut à une taxe à la consommation et au subventionnement de la production. Dans l'entente sur l'OMC, les subventions à la recherche et les subventions au développement régional sont permises. Des codes fiscaux complexes et « progressifs » peuvent être conçus pour agir différemment sur différentes entreprises ou industries. Ainsi, une taxe progressive sur le revenu des sociétés est essentiellement une taxe imposée aux entreprises hautement productives. Les codes fiscaux peuvent exercer une discrimination contre la propriété étrangère et pénaliser l'importation de facteurs étrangers (Slemrod, 1995). La possibilité de recourir à des barrières commerciales voilées n'est manifestement pas disparue.

En dépit de l'Uruguay Round, on peut donc s'attendre à ce que le régionalisme économique continue d'influer sur les échanges et l'investissement. Cela signifie que l'accès direct et garanti des blocs régionaux de libre-échange et d'investissement par l'intermédiaire de filiales de propriété exclusive restera une solution attrayante pour beaucoup d'entreprises. De nombreuses entreprises ont établi des filiales en Europe pour avoir accès au marché de la Communauté européenne. De même, les entreprises étrangères en sont venues à reconnaître que la meilleure façon de s'assurer un accès aux marchés nord-américains était d'y faire des investissements directs.

L'ALENA a instauré un climat d'investissement rigoureusement non discriminatoire en Amérique du Nord. L'Accord impose aux pays signataires de traiter les investisseurs des autres pays de l'ALENA au moins aussi bien que les investisseurs nationaux ou que tout autre investisseur étranger, d'un pays de l'ALENA ou d'ailleurs. Les prescriptions de résultats liées à l'investissement sont soit supprimées, soit retirées progressivement. Les restrictions aux mouvements des capitaux, par exemple, les paiements et les versements de bénéfices, sont interdites sauf pour des raisons liées à la balance des paiements. L'expropriation est illégale à moins d'être permise en vertu des lois en vigueur dans le pays. Dans ses grandes lignes, l'ALENA a placé la concurrence pour les investissements entre les États-Unis, le Canada et le Mexique sur un plan purement économique.

La mondialisation des affaires

Les progrès de la technologie des communications et l'efficacité croissante des moyens de transport permettent aux entreprises de répartir leur production et les autres activités de leur séquence de valeur un peu partout dans le monde. Certaines entreprises, comme General Electric, constituent des équipes inter-

continentales ayant pour mandat de concevoir et de développer des produits sans jamais avoir à les rassembler sous un même toit. Certaines entreprises peuvent fabriquer un produit en expédiant des composants de Hong Kong à Panama. De meilleures techniques de contrôle des stocks, une gestion plus efficace des systèmes, etc., permettent aux entreprises de travailler en collaboration avec des filiales et d'autres partenaires établis un peu partout dans le monde.

Les améliorations observées dans les techniques d'organisation et de gestion ont été rendues possibles par ces progrès et nécessitées par l'intensification de la concurrence à l'échelle mondiale. Ainsi, des entreprises confient maintenant certaines activités en sous-traitance à des spécialistes, ce qui leur permet d'améliorer leur efficience et leur productivité globales. L'industrie nord-américaine de l'automobile a subi une cure d'« amaigrissement » bien documentée et elle a adopté des techniques de production rationalisées. Ces entreprises produisent maintenant un nombre beaucoup plus restreint de pièces et des unités internes et externes ont appris à collaborer et à coopérer. Ford et Chrysler sont maintenant capables de réunir de nouvelles équipes de conception de voitures en faisant appel à des gens qui ne sont ni des employés de l'entreprise ni même établis en Amérique du Nord. De nombreuses entreprises qui avaient auparavant une structure hiérarchique, par exemple Xerox et AT&T, sont maintenant engagées sur la voie de l'intégration horizontale.

Ces progrès ont de nombreuses répercussions. Premièrement, les entreprises se concentrent maintenant davantage sur l'expansion de leur secteur de compétence principal (Prahalad et Hamel, 1990). Au cours des années 80, la démonstration a été faite que les conglomérats intégrés étaient des organisations inefficientes. Les marchés financiers ont porté un jugement défavorable sur les efforts d'intégration et d'expansion mal coordonnés (Morck et coll., 1990); ces initiatives ont été vues par de nombreux observateurs comme autant de signes de problèmes d'encadrement au niveau de la direction. Une diversification inter-sectorielle moins grande signifie que les entreprises sont maintenant plus souples et prêtes à affronter des changements sur les marchés où elles concentrent leurs activités. De plus, l'échelle des usines et des entreprises a diminué sensiblement[10]. Les usines intégrées de très grande dimension sont plus rares qu'auparavant. On préfère aujourd'hui des installations de plus petite taille permettant une conception souple des produits et de meilleures combinaisons de possibilités. Les changements dans la conception des produits n'ont pas à attendre l'arrivée de la consommation de masse ni ne comportent les coûts d'adaptation élevés qui caractérisent habituellement les grosses installations. Simultanément, parce qu'il est plus facile d'établir et de fermer des installations de plus petite taille, l'entrée et la sortie des agents sur les marchés sont plus fréquentes qu'auparavant. Enfin, les entreprises rivalisent maintenant en groupe plutôt qu'individuellement. Ainsi, Nike et Addidas ont chacune leur groupe de fournisseurs et d'expéditeurs et la concurrence se situe au niveau des deux réseaux d'entreprises[11].

Les multinationales doivent exceller dans la mise au point d'éléments d'actif incorporels fondés sur l'information, qui sont les innovations dont dépendent leur

survie et leur réussite. Les sociétés pharmaceutiques multinationales rivalisent pour développer et harmoniser leurs ressources de R-D à l'échelle mondiale et profiter de tout avantage sur les plans de la fiscalité, de la réglementation et des coûts de main-d'œuvre offert par les pays d'accueil. Des détaillants, comme Benetton et Toys-R-Us, appliquent une bonne partie de leur effort concurrentiel à accroître leur efficacité, à réduire leurs coûts et à être à l'écoute des consommateurs, en adoptant de meilleurs systèmes de gestion des stocks, une plus grande souplesse en matière de commercialisation et une coordination plus efficiente avec leurs fournisseurs. Motorola est un exemple de multinationale de haute technologie mettant à contribution ses moyens technologiques et sa capacité de gestion du personnel pour produire de nouveaux biens de haute qualité mieux et plus vite que quiconque.

Dans ce contexte, les multinationales deviennent extrêmement sensibles à tous les facteurs qui influent sur leur productivité. Outre leur rôle sur la plan de la gestion des opérations internes et de la stratégie, les filiales étrangères servent aussi de chefs d'équipe, créant des éléments de synergie et de productivité entre elles et les entreprises locales qui les soutiennent. Dans ce contexte, elles ont besoin d'un bassin de gestionnaires locaux qualifiés, d'une main-d'œuvre locale efficiente et de l'appui d'entreprises locales très compétitives. C'est dans la prestation de ces éléments que les États-Unis et le Canada sont vraiment en concurrence pour obtenir des investissements étrangers.

Les multinationales et la régie d'entreprise au Canada

Dans cette section, nous examinons les options de politiques qui s'offrent au Canada à l'égard des multinationales étrangères. Nous abordons en premier lieu certaines questions soulevées par la régie des filiales sous contrôle étranger. Puis, nous nous tournons vers la politique gouvernementale en matière de régie d'entreprise pour voir comment elle devrait intégrer ce que nous savons de la mondialisation et de l'importance croissante des entreprises multinationales.

Les problèmes de régie d'entreprise propres aux filiales de multinationales

Revenu Canada et d'autres administrations fiscales dans le monde sont depuis longtemps préoccupés par une pratique qu'ont adoptée de nombreuses multinationales et que les économistes ont appelé le *déplacement des bénéfices* ou les *prix de cession interne*. Harris et coll. (1993), Grubert et Mutti (1991) et Hines et Rice (1994) ont tous présenté des données démontrant que les multinationales américaines transféraient les bénéfices imposables des filiales établies dans des pays où les impôts sont élevés vers des pays où ils le sont moins. Elles le font en fixant des prix artificiels pour les brevets, les droits d'auteur, les services d'assurance, les

éléments d'actif transférés vers ou en provenance des filiales, les services fournis ou obtenus de celles-ci, et en faisant émettre par les filiales assujetties à des taux d'impôt élevés une part démesurée des créances de l'entreprise.

Si les administrations fiscales ont réussi à limiter les pratiques les plus manifestes de déplacement des bénéfices, il est peu probable qu'elles puissent supprimer la plupart des formes plus discrètes. Celles-ci comportent souvent le transfert d'éléments d'actif incorporels tels que des brevets, des droits d'auteur, des services d'assurance, etc., pour lesquels il n'existe pas de repère manifeste en matière de prix. L'imposition d'une lourde fiscalité aux multinationales aura vraisemblablement pour effet de chasser les bénéfices vers d'autres filiales et pourrait même se traduire par une baisse des recettes fiscales du pays.

Le déplacement des bénéfices est la manifestation d'un problème plus fondamental qui touche aussi de nombreuses entreprises évoluant sur le marché canadien : les opérations avec lien de dépendance entre sociétés affiliées. Si les multinationales peuvent déplacer des bénéfices hors de leurs filiales canadiennes, la valeur des actions détenues par les actionnaires minoritaires de la filiale canadienne en souffre. C'est essentiellement le même problème que celui observé lorsqu'un conglomérat canadien déplace des bénéfices d'une filiale dont le capital-actions est émis dans le public vers une autre entièrement contrôlée par des initiés, abaissant par le fait même la valeur des actions de la première filiale qui sont émises dans le public. Lorsque les actionnaires canadiens achètent des actions d'une entreprise nouvelle ou d'une filiale déjà contrôlée par une multinationale ou un autre conglomérat, on peut faire valoir qu'ils savent dans quoi ils s'aventurent. Mais lorsqu'une multinationale ou un conglomérat acquiert le contrôle d'une entreprise canadienne jusque-là indépendante, il est fort probable que les petits actionnaires restants seront pénalisés par des opérations subséquentes avec lien de dépendance. C'est un problème de fond dans une économie où l'on retrouve des conglomérats à capital fermé et des filiales de multinationales, mais c'est aussi une question de portée générale que les normes de régie d'entreprise au Canada doivent aborder.

En outre, il y a conflit d'intérêts entre les administrateurs de sociétés, notamment ceux nommés par l'actionnaire dominant, lorsqu'ils doivent décider s'ils feront primer leur responsabilité à l'égard de l'entreprise pour l'aider à éviter les impôts inutiles ou leur responsabilité à l'égard des actionnaires canadiens de la filiale en vue de maximiser la valeur de leurs actions. Dans les filiales sous contrôle étranger, la plupart des administrateurs sont nommés par la direction de la société mère, souvent des employés de cette dernière. Ils ne seront certes pas avantagés dans leur carrière s'ils contestent les décisions du siège social.

Exiger que les multinationales nomment des citoyens canadiens au conseil d'administration de leurs filiales canadiennes ne contribuera probablement pas à régler ce problème. De façon générale, les multinationales nomment des hauts dirigeants de la filiale au conseil d'administration pour se conformer à une telle exigence. Il est improbable que ces dirigeants canadiens critiquent ouvertement les décisions du siège social de crainte que cela nuise à leur carrière dans l'entreprise.

Une solution possible serait d'exiger que les administrateurs canadiens soient de l'extérieur de l'entreprise. Mais alors, ils doivent n'avoir aucun lien commercial avec celle-ci. Remplacer des dirigeants canadiens par des associés d'un cabinet d'avocats canadien qui s'occupe des affaires de la multinationale au Canada ne rendra probablement pas le conseil d'administration plus autonome. Qui plus est, à moins que les administrateurs indépendants ne constituent la majorité au conseil, ils pourraient bien être incapables de bloquer les opérations avec lien de dépendance conclues avec la société mère ou d'autres filiales qui risquent de nuire aux intérêts des actionnaires minoritaires canadiens. Enfin, les multinationales étrangères jugeront comme excessivement rigoureuse toute règle visant à imposer une majorité d'administrateurs canadiens indépendants.

Un compromis raisonnable serait d'exiger que les conseils d'administration des filiales dont une minorité des actions sont émises dans le public aient un *comité de déontologie*. Ce comité pourrait être constitué d'une majorité d'administrateurs canadiens indépendants et serait tenu d'approuver toute transaction conclue avec des sociétés apparentées. Les administrateurs siégeant au comité auraient le mandat explicite de protéger les intérêts des actionnaires minoritaires de la filiale. De même, ils aideraient Revenu Canada à appliquer les règles en matière de prix de cession.

Cependant, cette solution serait contestable si les comités de déontologie étaient imposés uniquement aux filiales contrôlées par des intérêts étrangers, notamment dans le contexte de l'ALENA, qui précise que l'on doit accorder un traitement égal aux entreprises nationales et à celles détenues par des intérêts étrangers. Comme nous l'avons dit, le problème soulevé par le fait que les actionnaires minoritaires sont lésés par les opérations avec lien de dépendance est une question générale qui se pose dans le contexte de la régie d'entreprise au Canada. Cette préoccupation vise les conglomérats et les entreprises à capital fermé en général et non seulement les filiales contrôlées par des intérêts étrangers. Peut-être faudrait-il imposer à toutes les entreprises ayant un actionnaire dominant ou principal l'obligation de nommer un comité de déontologie dont le mandat serait de protéger les actionnaires du public contre les conséquences de transactions avec lien de dépendance. Les filiales étrangères seraient, bien entendu, incluses dans ce groupe.

Une autre solution ferait intervenir une approche à deux volets : renforcer la divulgation sur les opérations avec lien de dépendance entre filiales et autres sociétés contrôlées et faciliter aux actionnaires les recours en justice contre les actionnaires dominants qui font de telles transactions. Une meilleure divulgation pourrait être assurée par des règles fédérales ressemblant à celles de l'article 9.1 de la loi de l'Ontario, qui imposent aux sociétés dont les actions sont émises dans le public de divulguer les détails de toute opération avec lien de dépendance. Les petits actionnaires peuvent ensuite intenter un recours collectif contre les actionnaires dominants qui abusent de leur position. Une politique intégrant ces règles pourrait être aussi efficace qu'un comité de déontologie.

Le problème général est celui posé par les transactions avec lien de dépendance et la solution que nous entrevoyons réside dans une combinaison de plus de pouvoirs accrus pour les actionnaires et de l'imposition d'une plus grande transparence aux entreprises complexes. La création de comités de déontologie est une solution qui penche vers des pouvoirs accrus pour les actionnaires; des règles de divulgation comme celles de l'article 9.1 de la loi ontarienne penchent plutôt vers une meilleure transparence. À notre avis, il ne serait pas excessif d'exiger que les grandes entreprises complexes qui sont contrôlées par un actionnaire dominant et qui ont émis des actions dans le public aient un comité de déontologie et soient tenues de divulguer leurs opérations avec lien de dépendance.

Une autre politique pourrait consister à imposer aux multinationales l'obligation d'acheter toutes les actions des entreprises canadiennes dont elles font l'acquisition, afin qu'il n'y ait pas d'actionnaires minoritaires à protéger. Si cette solution règle manifestement le problème de régie d'entreprise, elle n'aide aucunement Revenu Canada dans sa tâche. En outre, elle restreindrait l'accès aux marchés canadiens des valeurs mobilières pour les entreprises étrangères. À moins que des règles semblables ne soient imposées aux conglomérats contrôlés par des intérêts nationaux, la validité juridique d'une telle exigence dans le contexte de l'ALENA est incertaine. En outre, les multinationales dont les filiales canadiennes comptent des actionnaires minoritaires doivent produire des rapports annuels distincts, des formulaires de sollicitation de procurations, etc. Cela rend les opérations canadiennes des multinationales beaucoup plus transparentes que ce ne serait le cas autrement. Ces considérations juridiques et de politiques font pencher la balance en faveur des comités de déontologie ou d'une plus grande transparence pour atténuer les préoccupations à l'égard de la régie interne des filiales contrôlées par des intérêts étrangers.

LA MONDIALISATION, LES MULTINATIONALES ET LA POLITIQUE DE RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

DANS SON OUVRAGE PUBLIÉ EN 1942 ET INTITULÉ *Capitalisme, socialisme et démocratie*, Joseph Schumpeter a été le premier à décrire le processus de croissance continue de la productivité que nous avons évoqué ci-dessus en employant l'expression de « destruction créatrice » – si les entreprises ne créent pas constamment de nouvelles idées, elles sont détruites. Il y a un consensus de plus en plus grand parmi les économistes qui se rattachent au courant de pensée dominant pour reconnaître que ce processus est à la base de l'essor des démocraties capitalistes. À notre avis, l'effet éventuel de l'abolition des barrières commerciales dans le monde et de la mondialisation des affaires, que nous avons décrit précédemment, est de rapprocher le monde du modèle de Schumpeter : plus que jamais auparavant, les entreprises devront innover pour survivre.

Cela a des conséquences directes sur le débat entourant la question de la régie d'entreprise. De fait, cette notion pourrait contribuer à remettre en question

la plupart des préoccupations au sujet de la mauvaise régie sociétale d'ici quelques années. Dans un contexte économique en évolution rapide, où des concurrents provenant de parties du monde autrefois éloignées entrent sur les marchés canadiens et où des entreprises canadiennes doivent vendre sur les marchés étrangers pour amortir les coûts croissants de leur propre effort d'innovation, une piètre régie d'entreprise est insoutenable. Les entreprises canadiennes doivent rapidement trouver de vraies solutions à leurs problèmes de régie interne si elles ne veulent pas subir l'échec.

Le gouvernement a un rôle fondamental à jouer dans la nouvelle économie, un rôle passablement différent de celui qui lui était imparti dans le passé. Le thème central de ce nouveau rôle de l'État est que, pour aider les entreprises canadiennes à soutenir la concurrence à l'étranger, l'économie canadienne doit être aussi efficiente que possible. Une économie efficiente contribue à attirer l'investissement étranger, qui apporte avec lui de nouvelles idées, et à inciter les entreprises locales à innover et à prendre de l'expansion, rendant ainsi l'économie encore plus efficiente – en quelque sorte une spirale de croissance positive. Par contre, une économie inefficiente ne réussit pas à attirer l'investissement étranger et ne profite pas des progrès récents qui pourraient en améliorer l'efficience – une spirale de stagnation négative, décrite par Murphy et coll. (1991, 1993).

L'objectif essentiel à long terme, qui favorisera et mènera à une meilleure régie d'entreprise, est une économie efficiente, innovatrice et concurrentielle à l'échelle internationale. Dans la nouvelle économie mondiale, les filiales de multinationales viendront s'établir au Canada si notre économie est efficiente; mais elles ne sont ni un moyen ni une fin dans la stratégie d'ensemble.

À notre avis, les décideurs canadiens devraient se rappeler trois principes philosophiques fondamentaux au moment d'étudier différents moyens d'améliorer la régie d'entreprise au Canada.

Premièrement (comme nous l'avons déjà fait valoir), si le monde se rapproche du modèle *schumpeterien*, le Canada a probablement besoin des multinationales étrangères davantage que celles-ci ont besoin du Canada, notamment à l'ère de l'ALENA. Les règles en matière de régie des filiales d'entreprises multinationales ne devraient pas être si rigoureuses qu'elles compromettent l'attrait que pourrait exercer l'économie canadienne sur les investisseurs étrangers, limitant ainsi ses perspectives de croissance de la productivité à long terme.

Deuxièmement, la politique de l'État doit viser à instaurer un climat stable comportant le moins possible d'embûches économiques. La transparence et la prévisibilité sont deux éléments clés. Les incertitudes et les changements brusques et fréquents au niveau de la réglementation et des lois chassent les investissements déjà présents et ont un effet dissuasif sur l'investissement futur. Elles rendent la régie d'entreprise plus difficile que nécessaire.

Troisièmement, le rôle de l'État, comme l'affirme le budget fédéral de 1995, est d'offrir les biens publics dont veulent les gens et que l'entreprise privée ne peut fournir de façon aussi efficiente. Dans la nouvelle économie, le gouvernement doit être tout particulièrement ferme devant les efforts de représentation des

groupes d'intérêts spéciaux qui réclament des subventions gouvernementales ou d'autres faveurs. Si les entreprises jugent qu'il est plus profitable d'investir dans les activités de lobbying que dans les nouvelles technologies, la régie d'entreprise en sera pervertie. Les meilleurs lobbyistes peuvent servir efficacement les intérêts de leurs actionnaires mais on peut difficilement dire qu'ils travaillent dans l'intérêt national.

Compte tenu de ces trois considérations, nous pouvons formuler certaines mesures que les gouvernements devraient prendre et d'autres qu'ils devraient éviter en regard de la régie d'entreprise et des sociétés multinationales. Nous commençons par la liste des mesures à *ne pas* prendre.

Premièrement, les entreprises nationales ne devraient pas avoir un accès préférentiel aux ressources naturelles et aux subventions, obtenir un traitement de faveur au moment de présenter des offres en vue d'obtenir des marchés publics ou recevoir d'autres avantages sur les multinationales. Le protectionnisme et le favoritisme envers les entreprises nationales nuisent à la compétitivité du pays et découragent l'innovation (Lenway et coll., 1993). Ces politiques ont pour effet de protéger les entreprises canadiennes contre la rigueur de la concurrence internationale, leur laissant ainsi une plus grande marge de survie malgré une mauvaise régie d'entreprise.

Deuxièmement, les entreprises étrangères ne devraient pas être assujetties à des restrictions sous prétexte que ces mesures permettront aux entreprises canadiennes la chance de devenir concurrentielles et innovatrices. Les données empiriques étayant le point de vue contraire abondent, à savoir que la présence des entreprises étrangères accentue les pressions concurrentielles et stimule l'innovation (Caves, 1974; Globerman, 1979; Blomstrom, 1989; et Chung et coll., 1994). La destruction créatrice veut dire que les entreprises mal gérées échoueront et que, parmi celles-ci, il y aura forcément des entreprises nationales.

Troisièmement, l'État ne devrait pas tenter de déterminer quels seront les entreprises ou les secteurs gagnants. Des travaux récents révèlent que les arguments souvent repris au sujet du succès de la politique industrielle du Japon ne seraient guère plus que des fables inspirées par les intérêts politiques du Parti libéral-démocrate. Beason et Weinstein (1994) ont montré que le gouvernement japonais a dirigé ses subventions principalement vers des entreprises perdantes et non gagnantes, et que l'aide accordée par l'État japonais n'avait eu aucun effet ou avait eu un effet négatif sur la productivité industrielle. Une politique industrielle de subventions aux « gagnants appréhendés » encourage les gestionnaires intéressés à maximiser la valeur des actions à investir dans des efforts de lobbying auprès du gouvernement en vue d'obtenir des subventions. Si les investissements dans de telles activités sont plus lucratifs que les investissements en R-D, la valeur sociale d'une bonne régie d'entreprise en sera subvertie.

Quatrièmement, imposer aux multinationales l'obligation de nommer un plus grand nombre de Canadiens au conseil d'administration de leurs filiales canadiennes ne constituerait pas une solution souhaitable. De temps à autre, des commentateurs et chroniqueurs populaires affirment que les multinationales ne

favorisent pas les gestionnaires du pays d'accueil quand vient le temps de combler les postes de direction, qu'elles versent une rémunération inférieure à la main-d'œuvre locale, qu'elles n'investissent pas suffisamment pour accroître la productivité de leurs filiales étrangères, etc. Si de tels comportements ont été observés dans le passé, nous sommes d'avis qu'il est moins probable qu'ils se reproduiront dans l'avenir. Les multinationales ne peuvent se contenter d'une productivité sous-optimale. Le sous-investissement, le fait de négliger des candidats qualifiés pour les postes de direction et la rémunération inadéquate des travailleurs ne sont tout simplement pas des options viables dans l'économie mondiale hautement concurrentielle qui se profile à l'horizon. Une concurrence redoutable rend la discrimination fort coûteuse.

En termes généraux, la politique de l'État ne devrait pas partir de l'hypothèse que les multinationales considèrent leurs filiales canadiennes comme des entreprises de second rang. Dans l'adversité, il arrive que les multinationales se retirent de certains marchés étrangers en s'efforçant de maintenir leurs opérations dans leur pays d'origine. Mais cela est davantage le reflet d'une concurrence mondiale ouverte (les multinationales vont là où la productivité est élevée et les coûts de production faibles) et du fait que l'avantage que possèdent les entreprises locales sur leur propre terrain rend les filiales étrangères vulnérables. Habituellement, le retrait d'une multinationale traduit des coûts plus élevés, une détérioration des conditions économiques, etc., dans le pays d'accueil et devrait être considéré comme l'équivalent économique du canari qui devient silencieux dans un tunnel de mine. C'est un signal que quelque chose ne va pas. Les accusations au sujet de la nature imprévisible des multinationales dissimulent le véritable problème.

Cinquièmement, les règles de régie d'entreprise ne devraient pas être utilisées comme instrument de la politique sociale. Tenter de déplacer les coûts de la politique sociale en imposant, par exemple, une responsabilité aux administrateurs pour les salaires impayés ne fait que réduire l'attrait du Canada comme place d'affaires et, ainsi, aggrave nos problèmes à long terme. La mondialisation a mis au jour les faiblesses fondamentales des programmes sociaux du Canada mais elle ne les a pas causées. Le Canada traverse une crise budgétaire parce que les recettes gouvernementales ont constamment été inférieures aux dépenses engagées. La solution à long terme est une productivité globale plus élevée pour rendre nos programmes sociaux soutenables en faisant en sorte qu'ils représentent une fraction plus modeste de l'économie globale. Pour hausser la productivité, il importe au plus haut point que l'économie canadienne soit exposée aux pressions de la concurrence internationale et forcée d'innover.

Sixièmement, des dispositions législatives visant à forcer les multinationales à établir des activités de siège social, telles que la gestion financière, la planification stratégique, la R-D, la stratégie de commercialisation et la planification organisationnelle au Canada, constitueraient une intervention injustifiée sur le plan de la régie d'entreprise.

Les multinationales établiront vraisemblablement les activités qui sont vitales à leur compétitivité dans le cadre économique le plus sécuritaire habituellement,

celui qu'offre leur pays d'origine. Ainsi, la société Honda est renommée pour la qualité de ses moteurs et de ses rouages d'entraînement; l'entreprise conserve la production de ces éléments au Japon autant que possible. Bref, les entreprises gardent dans leur pays les emplois qui sont le plus directement liés à la création et aux droits de propriété sur leurs avantages incorporels. Ces emplois comportent probablement les rendements les plus élevés du point de vue privé et celui de l'entreprise – c'est-à-dire, les soi-disant « retombées » engendrées par ces activités – dans la mesure où l'activité innovatrice attire d'autres activités innovatrices. Ainsi, les nouvelles entreprises dans le secteur de l'informatique auront plus de chance de pouvoir recruter les professionnels dont elles ont besoin en s'établissant à proximité d'entreprises d'informatique déjà établies. Garder « les privilèges au pays même » est une décision économique sensée. Maintenir la propriété des avantages sur le plan de l'innovation qui rendent leur structure multinationale profitable revêt une importance vitale pour la prospérité et la survie de ces entreprises. Il n'y a aucune raison de penser que ces entreprises ont la moindre intention de comploter pour opprimer les étrangers.

Mais la mondialisation signifie que l'allégeance des multinationales envers leur pays d'origine s'estompe rapidement. Les économies d'échelle liées aux activités centralisées autour du siège social peuvent aussi être exploitées à l'étranger. Pourquoi les multinationales conservent-elles dans leur pays d'origine la plus grande partie des activités qui revêtent pour elles une importance critique ? Nous pensons qu'il y a trois raisons à cela. D'abord le pays d'origine offre un bassin de professionnels de qualité égale ou supérieure à ce que peuvent offrir les autres pays au moins aussi familiers avec la culture gestionnelle et sociale du milieu où évolue le siège social. Puis, le système juridique et économique du pays d'origine protège et favorise les éléments d'actif incorporels fondés sur l'innovation dont ont besoin les multinationales. Enfin, il y a l'élément immatériel que les économistes appellent l'effet d'inertie et les autres, l'histoire.

Ces points méritent quelques précisions. Le développement continu de nouveaux éléments d'actif immatériels fondés sur l'information donne à l'entreprise l'avantage dont elle a besoin pour prospérer à l'étranger. Ces activités sont déjà présentes au siège social, dans le pays d'origine, avant que l'entreprise ne prenne la décision de s'établir à l'étranger. Lorsque l'entreprise acquiert une envergure internationale, elle a déjà des habitudes, des éléments d'actif matériels et des structures organisationnelles regroupés autour du siège social. Déplacer ces activités à l'étranger exigerait de nouveaux investissements coûteux. Par conséquent, même si un autre pays offre un bassin de professionnels bien formés et un système juridique et économique attrayant, les multinationales ne déplaceront habituellement pas leurs activités essentielles dans ces pays.

Pourtant, de tels transferts d'activités à grande valeur ajoutée se produisent. Ainsi, en Suède, le transfert des activités de siège social hors du pays par les multinationales suédoises est devenu un important sujet de débat public. Avec le temps, les éléments d'actif corporels et incorporels que possède une multinationale dans son pays d'origine perdront de leur valeur. Dans une économie mondiale plus

intégrée, les nouveaux éléments d'actif pourraient bien se trouver là où l'entreprise entrevoit les meilleures perspectives économiques[12].

Comment le Canada peut-il attirer ces activités de siège social à valeur ajoutée élevée ? Plus précisément, comment peut-il attirer les activités susceptibles d'engendrer des retombées qui amorceront une boucle de rétroaction positive d'innovations stimulant d'autres innovations ? Le défi essentiel est de *rendre l'économie canadienne plus propice à la destruction créatrice schumpeterienne*. C'est ce que DEVRAIT faire la politique gouvernementale ! Nous abordons maintenant notre deuxième liste, celle des mesures positives qui s'offrent au gouvernement.

Premièrement, dans un contexte où la concurrence mondiale est plus vive, les entreprises canadiennes dont les mécanismes de régie interne laissent à désirer connaîtront vraisemblablement un déclin rapide et, éventuellement, disparaîtront. C'est là une façon socialement coûteuse d'éliminer les problèmes de régie d'entreprise. De nombreuses suggestions faites dans d'autres études publiées dans cet ouvrage en vue d'améliorer la régie d'entreprise sont en réalité des façons de réduire le coût de rectifier une mauvaise régie d'entreprise. Ces mesures rendraient les marchés des capitaux au Canada moins tolérants envers les gestionnaires.

Ailleurs dans cet ouvrage, il est souligné que la plupart des entreprises canadiennes comptent peu d'actionnaires. La principale préoccupation en matière de régie d'entreprise porte donc sur les initiés bien retranchés dans l'entreprise qui en tirent des avantages privés. Shleifer et Vishny (1991) ont soulevé la possibilité que les gestionnaires bien enracinés détournent des ressources de leur entreprise pour en garder le contrôle, même si cela a pour effet d'en diminuer la valeur. Magee et coll. (1985) et Morck et coll. (1988) ont présenté des données empiriques confirmant l'hypothèse selon laquelle ces gestionnaires peuvent devenir un fardeau pour leur entreprise. Morck et Stangeland (1995) ont étudié le lien entre différentes catégories d'actionnaires dominants et le rendement de l'entreprise; ils ont constaté que les entreprises à capital fermé contrôlées par les héritiers des fondateurs avaient un rendement significativement inférieur à celui de l'ensemble des entreprises sous plusieurs aspects. La viabilité apparente à long terme de ces entreprises témoigne soit de la tolérance des institutions et des marchés de capitaux au Canada, soit de leur impuissance à discipliner les gestionnaires erratiques.

Deuxièmement, de meilleures règles de divulgation aideraient les actionnaires canadiens à améliorer la régie d'entreprise. Ainsi, les entreprises canadiennes ne sont pas tenues de divulguer le montant qu'elles consacrent à la R-D. L'étude de Giammarino présentée plus loin révèle que les marchés financiers américains pénalisent les entreprises dont les dépenses de R-D sont trop faibles en abaissant le prix de leurs actions. Les investisseurs sont attirés par les entreprises innovatrices et les règles en vigueur au Canada protègent les entreprises stagnantes contre leurs actionnaires.

Troisièmement, une vive concurrence suscite une bonne régie d'entreprise. L'accès élargi aux marchés permet d'obtenir les rendements les plus élevés possibles

sur les innovations en mettant celles-ci à la portée d'un plus grand nombre de clients potentiels. Pour favoriser une destruction créatrice à la Schumpéter, on devrait démanteler ce qui reste de barrières internationales et interprovinciales au commerce. Il s'ensuit que certaines « vaches grasses », jusque-là protégées, perdront une partie de leur marché ou disparaîtront entièrement, mais cela donnera aux entreprises innovatrices accès à des marchés suffisamment importants pour rendre profitable un niveau plus élevé d'innovation continue. Les sociétés étrangères qui viennent s'établir au Canada fournissent aux entreprises locales un accès indirect aux marchés internationaux, elles suscitent un plus grand effort d'innovation de la part des entreprises établies sur le marché intérieur en stimulant la concurrence et elles offrent une voie d'accès aux innovations étrangères.

Quatrièmement, il est essentiel de prendre un engagement ferme et crédible à supprimer les subventions aux entreprises. Les efforts de lobbying visant à obtenir l'aide de l'État représentent une solution de rechange attrayante aux investissements en innovation, comme l'ont montré Lenway et coll. (1993) avec des données américaines. Les entreprises canadiennes doivent se rendre compte que la « prospection » des milieux gouvernementaux est moins rentable que l'investissement en R-D. Autrement, les gestionnaires, agissant dans l'intérêt de leurs actionnaires, investiront rationnellement dans des efforts de lobbying plutôt qu'en R-D, au détriment de l'économie à plus long terme.

Cela ne constitue pas un appel en faveur de l'octroi aux entreprises de subventions à la R-D. Le risque est trop élevé que certaines entreprises profitent de ces subventions pour être innovatrices uniquement au moment d'obtenir des fonds publics. Les consommateurs jugeront des résultats; l'État n'a pas à récompenser un effort apparent.

Cinquièmement, il faut que les entreprises mal gérées puissent disparaître et que des travailleurs soient mis à pied si l'on veut que les entreprises créatrices déplacent celles qui stagnent. Les programmes sociaux et les lois du travail ont un rôle important à jouer au Canada, mais ils ne doivent pas entraver indûment le processus de destruction créatrice, au risque d'étouffer l'activité économique qui les soutient. Selon nous, une bonne partie des difficultés qu'éprouve actuellement le gouvernement à maintenir ses programmes de dépenses est attribuable à cette entrave.

Sixièmement, favoriser une bonne régie signifie que l'on doit laisser aux entreprises la possibilité de transmettre à leurs actionnaires les fruits des innovations réussies. L'impôt sur le revenu des sociétés et l'impôt des particuliers sur les revenus de placement doivent être peu élevés. Les actionnaires ne se préoccuperont pas d'une mauvaise régie d'entreprise si des impôts confiscatoires les empêchent de profiter de bonnes pratiques à cet égard.

Politiquement, une réduction générale du niveau de l'impôt sur les sociétés est probablement impossible à envisager dans le contexte actuel, mais il est évident qu'aucune hausse ne devrait être envisagée. De plus, une réduction du taux général d'imposition serait préférable à un amortissement accéléré, à des déductions d'impôt, etc., parce que la première récompenserait le succès tandis que la seconde récompenserait l'effort.

Septièmement, dans les années à venir, une bonne régie d'entreprise deviendra de plus en plus synonyme d'innovation. Le Canada doit avoir des systèmes juridiques et économiques qui protègent les droits de propriété des créateurs sur leurs innovations. Le Canada se classe loin devant beaucoup d'autres pays à cet égard et pourrait par conséquent attirer de la R-D et d'autres activités à grande valeur ajoutée des entreprises multinationales étrangères. Certes, une protection insuffisante des droits de propriété sur les éléments d'actif incorporels est de plus en plus perçue comme un sérieux obstacle au développement dans certains pays d'Asie.

Huitièmement, l'éducation – de la maternelle aux études supérieures – devrait constituer une des priorités de la politique gouvernementale. Une bonne éducation au niveau élémentaire et dans les collèges communautaires, en vue de former des travailleurs et des techniciens ayant de bonnes aptitudes d'apprentissage, rendra le Canada concurrentiel. Des universités de haut calibre sont requises pour assurer la formation des scientifiques, des professionnels et des gestionnaires. Quant à savoir si l'éducation devrait être publique ou privée, notamment pour l'apprentissage des compétences de pointe, il s'agit là d'une question complexe. Mais le consensus politique au Canada semble pencher en faveur de l'éducation publique. Nous devons par conséquent veiller à protéger notre investissement public dans le capital humain du pays.

Il semble que la performance du Canada en matière d'éducation soit relativement bonne, du moins en comparaison avec les États-Unis. Sans doute, il y a encore du gaspillage dans le système d'enseignement canadien et celui-ci devrait être supprimé; mais il faudrait prendre soin de ne pas trop réduire la qualité du stock de capital humain du Canada. Manifestement, si nous devons nous concentrer sur des activités à forte valeur ajoutée au Canada, nous aurons besoin de scientifiques, de gestionnaires, de professionnels, de techniciens et de travailleurs hautement qualifiés. Alors que la concurrence mondiale accélère l'innovation, les Canadiens doivent être en mesure de poursuivre, de façon continue, leur apprentissage de nouvelles idées et de nouvelles technologies. C'est le but ultime de l'éducation contemporaine et beaucoup d'observateurs sont d'avis que cela est à la base de la réussite de pays tels que le Japon, la Corée et Singapour. Le bien public inhérent à l'éducation en fait un choix évident comme secteur primordial de l'activité gouvernementale.

Enfin, on devrait appuyer la recherche et le développement en milieu universitaire. La recherche fondamentale, l'exploration de nouvelles idées et de nouvelles théories qui n'ont aucune application commerciale immédiate, est essentielle au soutien d'une généralisation de l'innovation dans notre économie au cours des années à venir. Parce qu'elles n'ont pas d'application immédiate, il est presque impossible d'accorder une valeur à ces idées ou de dire si une université produit plus de recherches fondamentales, ou des recherches de meilleure qualité, qu'une autre. En raison de ces incertitudes, des travaux de recherche artificiels et inutiles ne visant qu'à produire des publications et à obtenir plus de subventions sont souvent vus, à tort, comme une contribution authentique. Même si l'amélioration de la

structure de régie des universités canadiennes et des organismes subventionnaires déborde du cadre de la présente étude, nous sommes d'avis que plusieurs options s'offrent à cet égard. Le problème fondamental est que les universités canadiennes et les organismes subventionnaires doivent, tout comme les entreprises, récompenser le succès plutôt que l'effort. Compte tenu des problèmes inhérents à la mesure de la productivité de la recherche, cela est beaucoup plus facile à dire qu'à faire. Mais nous croyons qu'il y a des analogies avec le monde des affaires et nous espérons que des occasions s'offriront dans l'avenir pour étudier plus attentivement les problèmes de régie des universités et des organismes qui octroient des subventions.

CONCLUSIONS

LA MONDIALISATION DÉCOULE DE LA NÉCESSITÉ CROISSANTE pour les entreprises d'avoir accès à des marchés plus vastes de manière à récupérer rapidement les coûts associés au rythme rapide de l'innovation qui s'installe dans de nombreuses industries. Dans la présente étude, nous avons soutenu que la mondialisation et les entreprises multinationales devraient avoir encore plus d'importance pour la position concurrentielle du Canada dans les années à venir que jusqu'à maintenant.

À long terme, cette pression concurrentielle à l'échelle mondiale pourrait remettre en cause bon nombre des préoccupations contemporaines soulevées par la politique relative à la régie d'entreprise. Dans une économie mondiale, les clients, les capitaux d'investissement et la main-d'œuvre hautement qualifiée n'ont pas à tolérer une mauvaise gestion. Ils peuvent tout simplement traiter avec des rivaux mieux gérés ou leur offrir leurs services. Les entreprises canadiennes devront régler leurs problèmes de régie interne non parce qu'elles sont légalement tenues de le faire mais parce que leur survie en dépend. Dans ce contexte, la meilleure option qui s'offre au gouvernement pour améliorer la régie d'entreprise au Canada pourrait bien être tout simplement de favoriser la concurrence et l'ouverture tout en assurant une bonne infrastructure juridique et éducationnelle. Cela veut dire que l'on doit sevrer les entreprises des subventions et des marchés captifs et assurer les services publics essentiels comme l'éducation, la santé et la justice.

À court terme, des questions de régie d'entreprise se posent dans les filiales canadiennes de sociétés étrangères, notamment en ce qui a trait à la valeur des actions détenues par les actionnaires minoritaires du public. Ces questions sont liées à la pratique des multinationales de déplacer les bénéfices entre les filiales pour des raisons fiscales et autres. Si les bénéfices sont systématiquement exportés hors du Canada, certains actionnaires canadiens pourraient en souffrir. Nous sommes d'avis que les conseils d'administration de toutes les sociétés canadiennes à capital fermé qui comptent des actionnaires publics, y compris les filiales sous contrôle étranger, devraient disposer de comités de déontologie chargés de surveiller les opérations faites avec la société mère et d'autres entreprises apparentées. Les filiales devraient être tenues de divulguer publiquement toutes les opérations

avec lien de dépendance qu'elles font avec leurs sociétés mères et il devrait être plus facile pour les actionnaires minoritaires de ces filiales d'intenter des poursuites dans les cas d'opérations avec lien de dépendance à caractère abusif.

NOTES

1 Données de 1990 du Département du commerce des États-Unis.

2 Morck et Yeung (1991) ont fait état des résultats d'une régression du coefficient Q de Tobin en fonction de diverses variables représentant la structure multinationale : le nombre de filiales d'une entreprise à l'étranger, le nombre de pays d'accueil où l'entreprise possède des filiales ou encore des variables auxiliaires fondées sur les deux premières. Les auteurs ont obtenu des coefficients de régression positifs et significatifs. Ils ont constaté que ces coefficients positifs étaient attribuables à la présence d'éléments d'actif incorporels, représentés par les dépenses de R-D passées et les dépenses de publicité. Pour les entreprises dont les dépenses de R-D passées et de publicité étaient peu élevées, les variables rendant compte de la structure multinationale étaient affectées de coefficients de régression négatifs et parfois significatifs. Morck et Yeung (1992) ont signalé que la réaction au niveau du prix des actions des entreprises américaines faisant des acquisitions à l'étranger était, dans l'ensemble, positive. Ils ont fait des analyses de régression multiples pour montrer que les réactions les plus positives au niveau du prix des actions étaient observées dans les entreprises américaines ayant fait d'importants investissements passés en R-D ou en publicité, ou celles où les gestionnaires détenaient un niveau optimal de propriété. Leurs analyses de régression ont aussi révélé que, si l'on neutralise ces variables, la réaction au niveau du prix des actions à une expansion à l'étranger était, en moyenne, négative.

3 D'autres études ont débouché sur des résultats semblables, notamment celles de Harris et Ravenscraft (1991) et d'Eun et coll. (1995).

4 Les résultats transversaux de Morck et Yeung (1991, 1992) décrits dans cette partie nous font conclure à la nécessité pour les multinationales d'innover constamment. Dans nos travaux en cours, une analyse des séries temporelles nous a permis de constater que des dépenses élevées de R-D pourraient accroître les chances de survie d'une entreprise. En outre, des dépenses de R-D accrues augmenteraient les taux de bénéfice, ce que ne garantit pas à elle seule une expansion internationale. Enfin, à l'aide de tests de causalité de Granger, nous avons trouvé qu'une expansion internationale engendrait une hausse des dépenses de R-D, mais non l'inverse.

5 Il est plutôt difficile d'étudier le déterminant systématique de la survie des filiales de propriété étrangère parce que des données segmentées sont difficiles à obtenir ou, parfois, n'existent pas. Bien entendu, les résultats fondés sur la

survie de l'entreprise mère ne suffisent pas parce le phénomène ne suppose pas forcément la survie des filiales.

6 La théorie classique prévoit que dans un monde marqué par des rendements d'échelle constants et des marchés concurrentiels pour les facteurs et les produits, il y a une correspondance univoque entre le rendement des facteurs et le prix des produits. Il y a exception dans le cas d'une spécialisation complète par produit, ce qui n'est pas du tout réaliste pour le Canada.

7 Voir, par exemple, Blomstrom (1989).

8 La même étude arrive à la conclusion que les filiales de propriété étrangère ne semblent pas offrir des salaires plus élevés que les usines appartenant à des intérêts nationaux. Cela indique que les filiales de propriété étrangère sont en mesure d'extraire la plus grande partie des rentes liées à leurs éléments d'actif incorporels, qui sont à l'origine d'une productivité plus élevée de la main-d'œuvre. La crainte que les multinationales versent des salaires inférieurs à la norme parce que le fait de posséder des installations de production à plusieurs endroits leur donne un plus grand pouvoir de négociation n'est pas fondée.

9 Chung et coll. (1994) ont montré qu'une concurrence accrue est le principal mécanisme par lequel les multinationales accroissent la productivité du pays hôte à court terme. Cette concurrence accrue entraîne une meilleure répartition des ressources tant au sein des entreprises qu'entre celles-ci. Mitchell et coll. (1993) ont observé des taux de sortie plus élevés dans les secteurs où les multinationales détiennent une plus grande part du marché.

10 Carrol (1994) présente des statistiques descriptives sur la réduction de la taille des entreprises.

11 Certains fournisseurs peuvent expédier leurs produits simultanément à Nike et à Addidas.

12 Hines (1994) fait valoir que la R-D localisée est une réaction à des taux de redevances élevés. Dans le contexte de l'ALENA, cette situation n'est pas viable, même si Hines a raison.

Remerciements

Nous sommes reconnaissants envers Stephen Jarislowsky, Brad Kilaly, Will Mitchell, Paul McCracken, Marina Whitman et les commentateurs de la conférence, Roberta Romano et Adrian Tschoegl, pour leurs commentaires utiles. Rachelle Sampson a fait de l'excellent travail au niveau de l'aide à la recherche.

BIBLIOGRAPHIE

Aharoni, Yair, « The Foreign Investment Decision Process », Harvard Business School, division de la recherche, Boston, 1966.

Beason, Richard et David Weinstein, « Growth, Economies of Scale, and Targeting in Japan (1955-1990) », *Review of Economics and Statistics*, 1994.

Blomstrom, Magnus, *Foreign Investment and Spillovers*, Routledge, Londres, 1989.

Carroll, Glenn R., « Organizations ..., The Smaller They Get », *California Management Review*, vol. 37, n° 1, automne 1994, p. 28-41.

Caves, Richard E., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge (Mass.), 1982.

_____, « Multinational Firms, Competition, and the Productivity in Host-Country Markets », *Economica*, vol. 41, mai 1974, p. 176-193.

Chung, Wilbur, Will Mitchell et Bernard Yeung, « Foreign Direct Investment and Host Country Productivity: The Case of the American Automotive Components Industry », document de discussion n° 367, Université du Michigan, Institute of Public Policy Studies et département des sciences économiques, 1994.

Clark, Kim B., Bruce W. Chew et Takahiro Fujimoto, « Product Development in the World Auto Industry », *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 3, 1987, p. 729-771.

Corvari, Ronald et Robert Wisner, « Les multinationales étrangères et la compétitivité internationale du Canada », document de travail n° 16, Investissement Canada, juin 1993.

Eden, Lorraine, « Les multinationales comme agents de changement : Définition d'une nouvelle politique canadienne en matière d'investissement étranger direct » document de discussion n° 1, Industrie Canada, novembre 1994.

Evans, Wendy, Henry Lane et Shawna O'Grady, *Border Crossings: Doing Business in the U.S*, Prentice Hall Canada Inc., Scarborough (Ont.), 1991.

Globerman, Steven, « Foreign Direct Investment and Spillover Efficiency Benefits in Canadian Manufacturing Industries », *Revue canadienne d'économique*, vol. 12, n° 1, février 1979, p. 42-56.

Harris, David, Randall Morck, Joel Slemrod et Bernard Yeung, « Income Shifting in U.S. Multinational Corporations », paru dans *Studies in International Taxation*, ouvrage publié sous la direction de A. Giovannini, G. Hubbard et J. Slemrod, University of Chicago Press, Chicago, 1993, p. 277-302.

Hines, James R., « Taxes, Technology Transfer and the R&D Activities of Multinational Firms », NBER, document de travail, octobre 1994.

Knubley, John, Marc Legault et Someshwar Rao, « L'intégration économique de l'Amérique du Nord : Les tendances de l'investissement étranger direct et les 1 000 entreprises les plus grandes », document de travail n° 1, Industrie Canada, janvier 1994.

Lenway, Stefanie, Randall Morck et Bernard Yeung, « Rent-Seeking and Protectionism in the American Steel Industry: An Empirical Analysis », document de discussion n° 349, Université du Michigan, Institute of Public Policy Studies et département des sciences économiques, 1993.

Mitchell, Will, Myles Shaver et Bernard Yeung, « Performance Following Changes of International Presence in Domestic and Transition Industries », *Journal of International Business Studies*, vol. 24, n° 4, 1993, p. 647-669.

Morck, Randall and Bernard Yeung, « Why Investors Value Multinationality », *Journal of Business*, vol. 46, n° 2, 1991, p. 165-187.

_____, « Internalization: An Event Study Test », *Journal of International Economics*, vol. 33, août 1992, p. 41-56.

Newbould, G. D., Peter Buckley et J. C. Thurwell, *Going International – The Experiences of Smaller Companies Overseas*, John Wiley & Sons, New York, 1978.

Shaver, James Myles, « The Influence of Intangible Assets, Spillovers, and Competition on Foreign Direct Investment Survival and Entry Time » thèse de doctorat non publiée, École d'administration des affaires, Université du Michigan, 1994.

Slemrod, Joel, « Emerging Issues in the Interface Between Trade, Investment and Taxation Working Paper », OCDE, Division des affaires fiscales, janvier 1995.

Teece, David, « Multinational Enterprise, Internal Governance, and Industrial Organization », *American Economic Review*, vol. 75, n° 2, mai 1985, p. 233-238.

Lewis D. Johnson et Edwin H. Neave
École d'administration des affaires
Université Queen's

13

Régie d'entreprise et supervision du système financier

INTRODUCTION

L'INDUSTRIE DES SERVICES FINANCIERS AU CANADA s'est profondément transformée depuis le milieu des années 70. Le changement technologique, l'expansion du commerce et la volatilité de plus en plus grande des taux de change ont été à l'origine d'une véritable explosion des innovations financières à l'échelle mondiale. Ces changements ont atténué la distinction qui existait auparavant entre les banques, les compagnies d'assurance, les sociétés de fiducie et les courtiers en valeurs mobilières; ils ont aussi engendré plusieurs rondes de déréglementation des services financiers. Aujourd'hui, ces secteurs se livrent concurrence, sur le marché intérieur et le marché international, pour desservir la même clientèle. L'évolution structurelle et réglementaire se poursuit et pourrait même s'accélérer.

Puisque les changements passés semblent avoir engendré une série de faillites et que les mesures prises en réaction à ces faillites ont été coûteuses pour de nombreuses parties, il est utile de se demander si les modifications actuelles et proposées au chapitre de la réglementation pourraient améliorer la supervision du système financier. Une meilleure réglementation ne peut (et ne devrait pas tenter de) prévenir les échecs. Elle peut viser, d'abord, à ce que les cas de mauvaise gestion soient mis au jour le plus rapidement possible et, ensuite, à ce que les conséquences des mauvaises décisions soient supportées par les décideurs et les investisseurs qui en sont responsables.

LE SYSTÈME FINANCIER CANADIEN

LES POUVOIRS DE SUPERVISION DANS CERTAINES SPHÈRES de compétence ont été révisés à plusieurs occasions depuis le milieu des années 70, habituellement pour tenir compte rétroactivement des réalités nouvelles. L'abolition des commissions

minimales aux États-Unis en 1975 est survenue principalement en réaction à la nécessité du changement, comme ce fut le cas du « Big Bang » au Royaume-Uni en 1986. Si la déréglementation opérée au Québec en 1984 comportait un élément proactif plus important, les réformes entreprises au Canada ont été, dans l'ensemble, de nature réactive. Celles-ci englobent la déréglementation du secteur des valeurs mobilières en 1987, la création du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) et les révisions apportées en 1992 à la législation sur les services financiers, notamment les modifications apportées à la *Loi sur les banques*, à la *Loi sur les sociétés de fiducie et de prêt*, à la *Loi sur les sociétés d'assurance* et à la *Loi sur les associations coopératives de crédit*.

Les banques canadiennes ont longtemps dominé le système financier intérieur et elles représentaient un peu plus de la moitié de l'actif total des institutions financières à la fin de 1992. Même s'ils sont moins bien connus, les conglomérats financiers détiennent aussi une part importante de cet actif[1]. De fait, quelques conglomérats ont une taille aussi grande que certaines banques et sont par ailleurs plus diversifiés. À l'heure actuelle, différentes institutions financières ont des pouvoirs différents. Les grandes banques de l'annexe I sont tenues d'avoir une structure de propriété diffuse mais les banques de plus petite taille et les sociétés de fiducie peuvent encore avoir des actionnaires majoritaires. Ces dernières peuvent donc avoir des liens plus étroits avec les activités qu'elles financent que les institutions de plus grande taille.

PROBLÈMES ET SOLUTIONS

POUR TIRER DES LEÇONS DE NOTRE EXPÉRIENCE, il est utile de réfléchir aux difficultés qu'ont connues les institutions financières canadiennes ces dernières années et d'examiner en détail les mesures de réglementation actuellement proposées pour résoudre ces difficultés. Quatre banques, 36 sociétés de fiducie, 10 compagnies d'assurance et 7 courtiers en valeurs mobilières ont fait faillite au Canada depuis 1980. Outre les pertes subies par les investisseurs, le coût cumulatif de la gestion des faillites de banques et de sociétés de fiducie a engendré un déficit de 1,65 milliard de dollars dans le compte de la Société d'assurance-dépôts du Canada (SADC) et, après la faillite de La Confédération, Compagnie d'Assurance-Vie, la Société canadienne d'indemnisation pour les assurances de personne (SIAP) a enregistré un déficit de plusieurs millions de dollars.

Les principales raisons de ces faillites sont les mauvaises décisions prises en matière de placements, une gestion déficiente et les transactions intéressées. De nombreuses institutions d'envergure régionale ont fait faillite à cause de mauvais choix de placements. Entre autres, les banques régionales de plus petite taille qui ont fait faillite avaient consenti une part trop importante de leurs prêts aux secteurs de l'énergie et de l'immobilier. Les sociétés de fiducie ont soit investi avec trop d'empressement dans le secteur immobilier, soit été victimes de transactions intéressées ou d'autres manœuvres du genre.

Les faillites de sociétés d'assurance ont été surtout attribuables à de mauvais placements immobiliers. Dans le cas des courtiers en valeurs mobilières qui ont fait faillite, une mauvaise gestion et une capitalisation insuffisante semblent avoir été des faiblesses courantes.

Ces difficultés ont donné lieu à plusieurs appels en faveur d'une réforme de la réglementation. Michael Mackenzie (ancien Surintendant fédéral des institutions financières), Douglas Peters (Secrétaire d'État aux institutions financières) et le Comité sénatorial des banques ont tous réclamé un resserrement de la réglementation de l'industrie de l'assurance. Suzanne Labarge (Surintendante fédérale adjointe des institutions financières) a préconisé une réglementation plus vigoureuse des fonds communs de placement. Le gouvernement fédéral tente à nouveau de mettre en place une commission nationale des valeurs mobilières et la Bourse de Vancouver est à nouveau visée par les critiques et fait l'objet d'un examen. Dans le Livre blanc du ministère des Finances publié en 1995, on recommande certains raffinements au régime de réglementation actuel, notamment un pouvoir accru d'intervention hâtive pour le Bureau du surintendant des institutions financières, une plus grande transparence du processus de supervision ainsi que la publication de données financières plus complètes au sujet des sociétés réglementées en vertu de la loi fédérale.

RESPONSABILITÉS EN MATIÈRE DE SUPERVISION

QUELLE QUE SOIT LA MESURE DANS LAQUELLE ON RÉUSSIT À L'AMÉLIORER, la réglementation ne peut, à elle seule, résoudre tous les problèmes qui se posent dans ce secteur; d'autres parties ont aussi des responsabilités à certains égards. Premièrement, si le rôle des administrateurs est en théorie limité (Neave, 1995), le conseil d'administration a tout de même le mandat de contrôler et de diriger les gestionnaires. Certains conseils ne s'acquittent pas de cette responsabilité, même dans la mesure limitée de leurs moyens pratiques. Ces conseils sont parfois dominés par les actionnaires majoritaires et parfois dépassés par l'envergure des grandes institutions dont la propriété est dispersée. Au Canada, contrairement aux États-Unis, les conseils d'administration reçoivent rarement l'aide d'intervenants de l'extérieur étant donné que peu d'institutions financières exercent les droits de vote rattachés aux actions qu'elles détiennent[2].

Deux exemples illustrent la façon dont les conseils d'administration ne s'acquittent pas pleinement de leurs responsabilités. Selon le *Report on Business* du 19 juillet 1993, la société Royal Trustco a fait faillite parce que son conseil d'administration n'a pas imposé de restrictions à la stratégie trop ambitieuse d'expansion des investissements dans le secteur de l'immobilier commercial au Canada, aux États-Unis et au Royaume-Uni poursuivie par les gestionnaires. Jack Hickman a ainsi affirmé que « ce ne sont pas les gestionnaires qui échouent, ce sont les conseils d'administration. La faillite de Royal Trustco est un problème qui se situe purement et simplement au niveau du

conseil d'administration ». Donald Thain soutient que la fonction de tout conseil d'administration est d'empêcher les gestionnaires de prendre des risques pouvant menacer la survie de l'institution. Un examen des événements laisse penser que les gestionnaires ont convaincu le conseil qu'un portefeuille de prêt risqué était sécuritaire, en dépit des preuves à l'effet contraire. Le conseil a, selon toute apparence, posé les bonnes questions mais a mal évalué les réponses.

La Confédération, Compagnie d'Assurance-Vie s'est engagée dans des secteurs où elle avait peu d'expérience et aucune compétence, en créant une société de fiducie, en achetant une partie de la maison de courtage Midland Walwyn et en lançant une entreprise de location-bail. Elle a fait faillite en partie à cause de ses propres placements risqués dans le secteur immobilier, qui représentaient 71 p. 100 de son actif en 1989. La société de fiducie a aussi une part de responsabilité dans cet échec. Malgré une gestion défaillante, la société mère (compagnie d'assurance) l'a laissé poursuivre une stratégie d'expansion ambitieuse et pour l'essentiel incontrôlée, ce qui a entraîné d'autres pertes liées à des investissements risqués dans le secteur immobilier[3].

Le conseil d'administration de La Confédération, Compagnie d'Assurance-Vie et celui de la société de fiducie ont exercé une supervision insuffisante. André Monast, administrateur de La Confédération, a affirmé que les administrateurs recevaient des rapports et conseillaient les gestionnaires de bonne foi. La Confédération avait une si grande taille que l'on ne pouvait attendre des administrateurs qu'ils connaissent en détail le fonctionnement des filiales; ils s'en remettaient donc aux avis des gestionnaires[4]. Comme aucun membre du conseil d'administration de la compagnie d'assurance ne siégeait au conseil de la société de fiducie, un important canal d'information est demeuré inutilisé par le conseil d'administration de la société mère.

Les organismes indépendants d'évaluation du crédit et les analystes financiers exercent aussi une influence sur l'industrie des services financiers par l'intermédiaire des rapports publiés sur leurs analyses. Les agences d'évaluation du crédit diffusent des renseignements pertinents, mais souvent avec un décalage qui en limite l'utilité. Les analystes des maisons de courtage fournissent des renseignements plus récents, mais leurs rapports sont souvent faussés par une réticence à publier des renseignements négatifs au sujet de clients actuels ou éventuels. La société TRAC Insurance Services fournit des évaluations quantitatives de la santé financière des compagnies d'assurance, mais la validité de ses rapports a fait l'objet de critiques (principalement par des dirigeants de compagnies d'assurance) en raison du nombre limité de facteurs utilisés dans l'analyse.

TRANSACTIONS ET RÉGIE

S'ADAPTER À L'ÉVOLUTION DU CONTEXTE QUE NOUS VENONS DE DÉCRIRE et aux difficultés qui en résultent pose des défis aux responsables de la réglementation

et aux gestionnaires. Dans le reste de la présente étude, nous élaborons une théorie qui, à la fois, explique les événements décrits et établit les principes qui devraient guider la réforme de la réglementation dans l'avenir. Contrairement aux analyses fonctionnelles de Diamond (1984) et Merton (1992), la présente étude élabore une théorie du système financier fondée sur les transactions financières individuelles[5]. Cette théorie permet des analyses plus fines des stimulants institutionnels et des méthodes de supervision qui pourraient s'avérer les plus efficaces en vue d'exercer un contrôle sur ces transactions[6].

Tout système financier facilite et régit le déroulement d'une grande variété de transactions individuelles, dont certaines visent principalement à fournir de nouveaux fonds tandis que d'autres servent surtout à gérer les risques. Les transactions qui se déroulent au sein d'un système financier et le financement qu'elles procurent peuvent avoir une incidence profonde sur le taux et le genre de formation de capital dans une économie. (À certains égards, les transactions *non* conclues ont un effet aussi déterminant parce qu'elles représentent le financement *non* fourni.) La disponibilité des fonds ne peut stimuler la formation de capital mais un manque de fonds peut la contraindre. La formation de capital, notamment si elle vise des projets innovateurs sur le plan technologique, peut aussi être gênée par une capacité insuffisante de gestion des risques. Les risques liés à un projet technologique innovateur ne réussiront pas à attirer des capitaux à moins d'être structurés de manière à correspondre aux intérêts des bailleurs de fonds.

Ainsi, si les spécialistes du financement ne font pas preuve de suffisamment de créativité, certains types de formation de capital, notamment les formes innovatrices sur le plan technologique, peuvent être entravés. Il n'y a pas de solution simple pour structurer des transactions ingénieuses parce que différentes formes de transactions exigent différentes structures de financement et différentes modalités de gestion des risques. Encourager la diversité au sein d'un système financier est toutefois l'une des meilleures façons de s'assurer que les nouvelles transactions bénéficient de modalités de financement inédites et constructives.

Transactions de type S et de type N

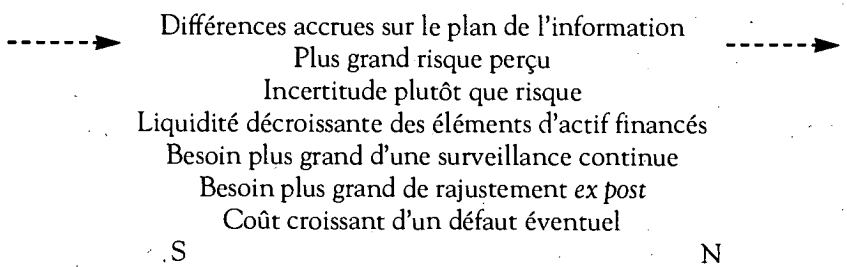
Il y a de nombreux types de transactions financières et chacun a ses propres attributs clés. Aux fins de la présente étude, les nombreuses combinaisons possibles d'attributs peuvent se ramener à deux catégories – standard et non standard[7]. Les transactions standard (de type S) sont celles qui requièrent un examen avant d'être acceptées, mais relativement peu de surveillance et de contrôle après coup. Les transactions non standard (de type N) exigent aussi un examen avant d'être conclues mais celui-ci pourra être plus approfondi que dans le cas des transactions standard. Ce qui est plus important, les transactions de type N exigent par la suite un examen continu et parfois un contrôle sur les opérations et des rajustements aux modalités contractuelles. Les transactions

de type S offrent toutes (ou presque toutes) des renseignements pertinents au départ, tandis que l'information sur les transactions de type N est habituellement révélée progressivement, après que l'on se soit entendu sur les modalités de financement. Les transactions de type N sont inhabituelles et non standard; elles se caractérisent par une plus grande incertitude des gains éventuels.

En ce qui a trait au financement, les transactions de type S servent à financer des éléments d'actif relativement liquides; les transactions de type N servent à financer des éléments d'actif non liquides[8]. Les financiers ont moins de difficulté lorsqu'il s'agit de financer l'acquisition d'éléments d'actif dont la valeur au marché peut être immédiatement établie[9]; la non-liquidité d'un élément d'actif engendre habituellement une incertitude quant aux gains qui pourraient en découler. Ainsi, les projets dont la réussite repose sur le talent et l'engagement de certaines personnes constituent un exemple extrême où les bailleurs de fonds s'intéresseront aux bénéfices plutôt qu'à la valeur capitalisée de l'élément d'actif pour garantir leurs fonds. En ce qui a trait à la gestion du risque, des instruments normalisés sont employés pour les transactions de type S. Comme les mêmes instruments sont utilisés pour de nombreuses transactions, l'acceptation d'une transaction donnée ne comporte habituellement pas de coûts fixes élevés comparativement aux bénéfices éventuels.

Les bailleurs de fonds garantissent leurs positions dans les transactions de type N par des mécanismes de régie plus raffinés, notamment des ententes discrétionnaires et incomplètes plutôt que des contrats de financement fondés sur des règles prévoyant toutes les éventualités. Le pouvoir que confère une entente discrétionnaire (visant à exercer une supervision et un contrôle continus sur les résultats défavorables) peut être capital pour la réussite d'un projet où les rendements offerts aux bailleurs de fonds dépendent des bénéfices plutôt que de la valeur que l'on peut facilement tirer de la vente d'un élément d'actif.

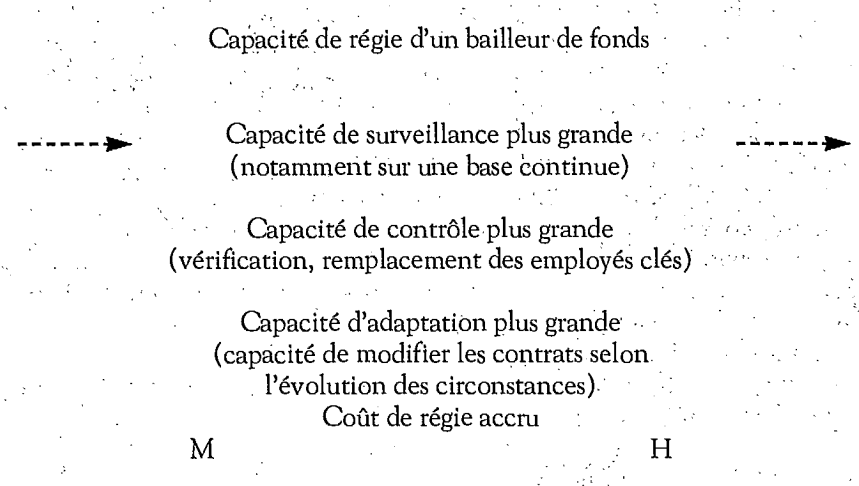
Attributs des transactions



Capacité de régie de type M et de type H

Les bailleurs de fonds se distinguent selon leurs capacités différentes qui, par souci de simplicité, sont présentées ici comme étant de type M (marché) ou de

type H (hiérarchie). Les bailleurs de fonds de type M possèdent des moyens importants de recherche et de traitement de l'information sur les changements facilement observables à court terme dans la valeur commerciale des instruments qu'ils achètent et vendent couramment. Les bailleurs de fonds de type H ont une capacité relativement plus grande pour ce qui est d'estimer le potentiel qu'ont les éléments d'actif non liquides de produire des flux de trésorerie et de surveiller et contrôler la gestion de ces biens. Les financiers spécialisés dans le commerce des instruments liquides ont une capacité de type M, tandis que ceux qui supervisent des portefeuilles d'instruments non liquides ont une capacité de type H.



Les bailleurs de fonds qui agissent comme partie principale pour de très courtes périodes se spécialisent habituellement dans les instruments négociables sur le marché et possèdent une capacité de type H moins développée que les financiers détenant dans leurs portefeuilles des instruments visant des périodes relativement longues. Le négociant de bons du Trésor émis par le gouvernement et le promoteur immobilier agissent tous deux comme partie principale. Cependant, les éléments d'actif qu'ils détiennent diffèrent considérablement quant à leur liquidité et à leur échéance.

MAXIMISATION DES BÉNÉFICES

LES AGENTS NE CONCLURONT QUE LES TRANSACTIONS qu'ils jugent profitables. Dans un contexte concurrentiel, ils ne peuvent conclure des transactions profitables que s'ils possèdent les moyens de régie nécessaires et les utilisent efficacement et à moindre coût.

La régie de type M est généralement moins coûteuse que celle de type H (Williamson, 1987; Garvey, 1993). Ainsi, le coût du recours aux mécanismes de régie du marché pour les transactions standard est moins élevé que celui des

mécanismes de régie hiérarchique. De façon symbolique, ces coûts sont reliés par C(SM)<C(SH), où C(SM) est le coût de la régie d'une transaction standard avec une capacité de type M, et où C(SH) est le coût de la régie de la même transaction avec une capacité de type H. Dans une transaction de type S, il y a peu à gagner en vue de réduire le risque ou d'accroître les recettes, à acquérir la capacité supplémentaire (et à assumer les coûts supplémentaires) de modalités de régie hiérarchiques. Il s'ensuit que V(SM)>V(SH), où V est la valeur que représente la transaction pour le bailleur de fonds. La valeur est définie comme étant les bénéfices escomptés en fonction d'un taux corrigé pour tenir compte du risque en présence.

En dépit de son coût plus élevé, la régie de type H offre une solution de rechange profitable à la régie de type M si les avantages marginaux sur le plan de la direction, de la surveillance et du contrôle dépassent les coûts marginaux d'information et de coordination. Cela est habituellement le cas lorsque le contexte dans lequel se déroule le financement est incertain plutôt que risqué. Pour les transactions de type N, V(NH)>V(NM), parce que même si C(NH)>C(NM), le risque réduit ou le rendement accru des ressources supplémentaires consacrées à la régie hiérarchique est plus élevé que la hausse de coût correspondante. En partie, le rendement excédentaire provient du fait que les bailleurs de fonds peuvent toucher un bénéfice extraordinaire dans les transactions de type N régies de façon appropriée jusqu'à ce que la transaction devienne suffisamment familière pour attirer des concurrents. En somme, les combinaisons de types de transactions et de régie qui permettent de maximiser les bénéfices sont SM et NH.

SOCIÉTÉS FINANCIÈRES

LES SOCIÉTÉS FINANCIERES SE SPÉCIALISENT DANS LES TRANSACTIONS qu'elles peuvent contrôler à un bon ratio coût-efficacité. Les décisions relatives aux types de transactions à conclure, aux domaines dans lesquels se spécialiser et à l'opportunité de conclure les transactions à titre de partie principale ou d'agent sont les principaux déterminants de l'organisation et de l'évolution du système financier. Ces décisions sont, bien entendu, influencées par les conditions économiques des transactions particulières au moment où elles sont conclues. Nous examinons d'abord l'organisation d'un point de vue statique puis, nous abordons la question du changement organisationnel[10].

Les sociétés financières trouvent profitable de constituer des portefeuilles spécialisés pour plusieurs raisons. Les activités d'examen et de surveillance se distinguent par des coûts fixes, ce qui signifie qu'elles offrent des rendements croissants à mesure qu'augmente le nombre de transactions qui nécessitent le même genre de procédure d'examen et de surveillance. Si de nombreuses transactions emploient les mêmes intrants fixes (par exemple, le même système informatique), des économies appelées économies d'échelle peuvent aussi être obtenues. Les sociétés financières ont rarement la possibilité de réaliser des

économies d'échelle et des économies de diversification simultanément (voir, par exemple, Benston et coll., 1986, et Nathan et Neave, 1992). Il semble qu'il y ait peu de limites à la possibilité de profiter d'économies d'échelle; il semble aussi qu'il y ait des limites plus clairement définies à la possibilité de profiter d'économies de diversification. Les sociétés financières ont en général de la difficulté à coordonner des catégories relativement différentes d'activités et en assumer les coûts connexes. Ainsi, elles ont intérêt à acquérir une grande taille et à se concentrer sur des domaines d'activité assez rapprochés.

Coûts de transaction et d'opération

Les coûts de transaction sont les coûts assumés par un client – ceux payés directement au bailleur de fonds et les coûts de recherche nécessaires pour trouver un bailleur de fonds réceptif. Du point de vue du bailleur de fonds, le coût de régie que suppose une transaction est déterminé par la part des coûts totaux qui échoit à cette transaction. Ils comprennent les ressources requises pour mettre en place et appliquer le mécanisme de régie et le coût supplémentaire de l'élaboration des modalités contractuelles d'une transaction, auxquels s'ajoute toute provision pour perte sur ces transactions.

Au bout du compte, les bailleurs de fonds doivent amortir leurs coûts à même les transactions qu'ils concluent. S'ils étaient en mesure de faire les calculs requis, les bailleurs de fonds n'accepteraient que les transactions sur lesquelles ils peuvent obtenir un taux de rendement approprié, en fonction des risques courus, après avoir tenu compte des coûts marginaux de financement et de régie que suppose l'acceptation de ces transactions[11]. Si deux agents ont la même structure de coûts mais que l'un a une capacité supérieure, il pourra conclure des marchés à des coûts de transaction inférieurs à ceux que doit supporter le premier. Ce dernier ne sera pas en mesure de conclure le même marché de façon profitable à moins de pouvoir, d'une manière ou d'une autre, surmonter son désavantage concurrentiel.

La sélection de portefeuilles spécialisés

Les capacités spécialisées des différentes entreprises les amènent à constituer des portefeuilles différents. Par souci de simplicité, nous supposons que l'actif d'une entreprise est soit de type S, soit de type N et que son passif est aussi d'un seul type[12]. Par conséquent, nous définissons quatre types polaires d'entreprise : SS, SN, NS et NN, où la première lettre représente le type d'actif et la seconde, le type de passif. De même, quatre types de régie sont employés avec les quatre portefeuilles : MM, MH, HM et HH. Comme les marchés de type S sont régis à un bon ratio coût-efficacité en faisant appel à des moyens de type M et que les transactions de type N sont régies à un bon ratio coût-efficacité en employant des moyens de type H, les portefeuilles peuvent être classés en fonction soit de leur type d'actif-passif, soit de leur type de régie. Le rapport coût-

efficacité définit le type de transaction et la méthode de régie dans chaque cas individuel.

Dans notre propos, nous mettons l'accent sur les types polaires, mais notre analyse va au delà de ces cas extrêmes. Ainsi, un portefeuille diversifié (disons) de type N constitué d'avances sur cartes de crédit pourrait servir à garantir une émission de titres de type S et pourrait ainsi être titralisé. Une entreprise qui constitue un tel portefeuille a recours à une capacité de type HM. À noter que la classification fait ressortir immédiatement qu'une plus grande régie de type M est requise même lorsqu'il est possible de recourir à la titralisation parce que les éléments d'actif sur lesquels s'appuient les instruments utilisés aux fins de la titralisation ne peuvent eux-mêmes être régis par des moyens de type M. Même dans un contexte de haute technologie, les avances sur cartes de crédit exigent habituellement des moyens de type H pour en assurer une surveillance continue, mais la plupart des acheteurs de titres de type S ne disposent que de moyens de type M.

La gestion efficace d'un portefeuille exige aussi une capacité de composer avec les effets globaux. Ainsi, la courbe risque-rendement d'un portefeuille peut être modifiée soit en changeant les modalités d'une transaction (par exemple, en remplaçant des prêts à taux variable par des prêts à taux fixe) soit en couvrant une partie des risques (par exemple, en ayant recours à des produits dérivés liés aux taux d'intérêt). Habituellement, les choix différents feront intervenir des capacités spécialisées différentes; les spécialistes de la négociation de transactions de type N ne seront habituellement pas spécialisés dans la négociation de produits dérivés de type S.

LA RÉGIE DES PORTEFEUILLES SPÉCIALISÉS

LES QUATRE TYPES DE PORTEFEUILLES SPÉCIALISÉS DÉFINIS ci-dessus soulèvent des défis différents sur le plan de la régie. Il est essentiel de comprendre ces différences pour assurer une supervision efficace des différentes catégories d'entreprises.

RÉGIE DE TYPE MM[13]

EN PRATIQUE, LES INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ AJOUTENT de la valeur en constituant des portefeuilles de transactions de type S parce qu'ils peuvent étaler les coûts de recherche et de négociation sur un nombre relativement grand de transactions. Ainsi, ils peuvent profiter d'économies d'échelle en étalant le volet fixe des coûts de transaction sur plusieurs grandes opérations d'achat et en étalant les coûts fixes de la production de renseignements sur d'importantes sommes investies.

Le principal défi que pose la gestion des portefeuilles constitués d'éléments d'actif et de passif de type S est de dégager un bénéfice sur les transactions faites sur le marché. Les bénéfices découlent de l'acquisition de la capacité de

conclure rapidement des transactions et d'évaluer les instruments du marché rapidement et avec précision – bref, l'acquisition d'une capacité de type M pour gérer à la fois l'actif et le passif. Les sociétés de courtage de valeurs mobilières sont des exemples d'entreprises qui ont recours à une régie de type MM. Peu importe que les agents interviennent sur le marché à titre de partie principale (négociant) ou d'agent (courtier), ils profitent d'économies d'échelle à la fois dans leurs activités d'achat-vente et de recherche. La différence économique essentielle entre un courtier et un négociant est le rendement obtenu sur le marché pour une transaction moyenne par rapport au risque d'inventaire – si le rendement est élevé par rapport au risque, l'entreprise agira comme partie principale; s'il est faible, elle agira comme négociant.

Étant donné que la théorie du portefeuille a été principalement élaborée en relation avec les instruments de type S, il n'est pas étonnant que, de façon générale, les sociétés qui possèdent des portefeuilles de type SS disposent de moyens plus développés pour déterminer la courbe risque-rendement de leur portefeuille que les entreprises ayant des portefeuilles de type NS, SN ou NN.

Régie de type MH

Une entreprise gérée efficacement et à moindre coût qui possède un portefeuille de type SN utilisera des moyens de régie de l'actif de type M et des moyens de régie du passif de type H. Ces entreprises ajoutent une valeur grâce à l'intermédiation : elles transforment un type particulier d'élément d'actif par diversification interne, en un élément de passif ayant des caractéristiques différentes. Ainsi, une compagnie d'assurance ou une caisse de retraite crée de la valeur en concluant un grand nombre de contrats individuels de responsabilité (avec des clients qui achètent des services d'assurance ou des prestations de retraite) et en les fusionnant dans un portefeuille de risques prévisibles. Les gestionnaires des entreprises de type SN tentent d'éviter les éléments de passif indéfinis, principalement en exerçant une surveillance continue. Ainsi, les sociétés offrant de l'assurance contre l'incendie et les risques divers acquièrent habituellement la capacité de mener des enquêtes suite aux réclamations et de superviser les modalités de versement des indemnités.

Habituellement, les entreprises ayant une gestion de type MH possèdent des éléments d'actif dont la valeur commerciale est relativement facile à établir et des éléments de passif dont les valeurs commerciales et, de fait, actuarielles, sont relativement difficiles à établir (valeurs d'actif transparentes et valeurs de passif opaques; voir Ross, 1989). Outre leurs modalités de gestion de l'encaisse, la plupart des entreprises ayant une régie de type MH ne possèdent qu'une capacité limitée de déterminer et gérer les effets de portefeuille.

Régie de type HM

Les banques et les autres intermédiaires qui consentent des prêts sont des exemples d'entreprises ayant des éléments d'actif de type N et des éléments

de passif de type S. Les dépôts sont des instruments négociables (ou des instruments dont la valeur se rapproche des valeurs négociables), tandis que les prêts sont des éléments d'actif non liquides qui, souvent, exigent une supervision continue. Ainsi, les banques acquièrent une capacité de type H pour gérer leur actif et une capacité de type M pour gérer leur passif. Le but de la régie est d'éviter les éléments d'actif qui pourraient mener à un défaut de paiement et de vendre énergiquement des éléments de passif afin de pouvoir financer les prêts. Les valeurs des éléments de passif des sociétés de type NS sont relativement transparentes, mais les valeurs de leurs éléments d'actif peuvent être opaques (difficiles à établir).

Les entreprises de type NS peuvent éprouver de sérieux problèmes de gestion de l'encaisse parce qu'elles détiennent des éléments d'actif non liquides financés par des éléments de passif dont les niveaux peuvent fluctuer rapidement et dans des intervalles assez importants. En modifiant les modalités des prêts, c'est-à-dire, en passant de taux fixes à des taux variables, et en recourant à des swaps négociables, les entreprises ayant des portefeuilles de type NS ont pu réduire le risque lié au taux d'intérêt, dans leur portefeuille. Mais en partie parce que les profils de bénéfices que procurent les éléments d'actif de type N sont relativement difficiles à quantifier en comparaison des profils de bénéfices des éléments d'actif de type S, les entreprises de type NS disposent habituellement de moyens limités pour déterminer la courbe risque-rendement de leur portefeuille.

Régie de type HH

Les entreprises de type NN, qui ont à la fois des éléments d'actif non liquides et des éléments de passif rarement négociés ou non négociables, trouvent qu'il est à la fois efficace et peu coûteux d'avoir recours à des instruments de régie de type HH. En partie parce que ces entreprises posent les défis les plus épineux sur le plan de la régie, il y en a très peu au sein du système financier que nous pouvons citer en exemple. Mais certaines entreprises de promotion immobilière et conglomérats financiers (notamment ceux qui ont un nombre restreint d'actionnaires) fournissent des exemples à cet égard. Du point de vue de l'évaluation, il est à la fois difficile d'établir la valeur des éléments d'actif et des éléments de passif. Si l'on perçoit que les valeurs des éléments d'actif comportent une incertitude, ces entreprises pourront éprouver des problèmes relativement sérieux de gestion des liquidités. Les investisseurs qui prennent une participation dans ces entreprises peuvent chercher à obtenir des taux de rendement à court terme, mais la nature des investissements faits par ces entreprises peut faire en sorte qu'il leur sera difficile d'afficher des bénéfices stables sur une base trimestrielle ou même annuelle.

Activités de mandataire

Les courtiers en valeurs mobilières ont toujours agi à titre de mandataire pour leurs clients. De plus en plus, les sociétés financières agissent comme

mandataire des clients, notamment dans le domaine de la gestion du risque qui connaît une croissance presque explosive. Lorsqu'une entreprise achète ou vend des éléments d'actif négociables en qualité de mandataire, ses risques et/ou responsabilités éventuelles sont limités, mais lorsqu'elle se met à négocier des contrats individuels à titre de partie principale, les risques sont plus élevés. En raison de la nouveauté de ces activités, les entreprises peuvent ne pas avoir mis en place des procédures d'évaluation bien étoffées et elles peuvent par ailleurs être particulièrement vulnérables aux effets de portefeuille. Cette vulnérabilité découle souvent des difficultés qu'ont les sociétés financières à reconnaître et à évaluer les risques que présentent certaines formes nouvelles d'entreprises.

Les pratiques financières actuelles sont relativement faibles pour ce qui est de déterminer et de gérer les effets de portefeuille résultant de la combinaison d'une forme nouvelle d'activité de mandataire à d'autres activités. Ainsi, les banques, qui sont exposées à un risque de crédit dans leurs activités de prêt et à un risque de marché dans leurs opérations d'achat-vente de produits dérivés, ont beaucoup de difficulté à concevoir des mesures globales d'arbitrage risque-rendement.

STIMULANTS ET RÉGIE

SI LES STRUCTURES DE RÉGIE SONT D'ABORD LE REFLET de la nature des portefeuilles constitués, elles se trouvent modifiées dans les diverses entreprises par les stimulants qui agissent sur les gestionnaires.

GESTIONNAIRES AYANT UNE PARTICIPATION LIMITÉE AU CAPITAL

LES CHEFS DE LA DIRECTION QUI N'ONT QU'UNE PARTICIPATION LIMITÉE à la propriété de l'entreprise agissent à titre de mandataire des actionnaires. S'ils dirigent des entreprises de type MM, ces dirigeants mettront vraisemblablement l'accent sur la rentabilité des opérations commerciales et voudront être rémunérés au moyen de bonis. La facilité avec laquelle on peut établir la valeur marchande des éléments d'actif et de passif de ces entreprises signifie que les initiatives de leurs dirigeants feront habituellement l'objet d'un examen attentif au moins de la part des principaux actionnaires.

S'ils gèrent des entreprises de type MH, ces dirigeants tenteront d'éviter les éléments de passif importants et mal définis, pour se concentrer en partie sur la gestion d'éléments de passif particuliers qui soulèvent des problèmes. Cependant, les valeurs au marché de ces éléments de passif sont relativement difficiles à estimer et il est peu probable que les actionnaires pourront critiquer les décisions prises individuellement par les gestionnaires.

Les chefs de la direction des entreprises de type HM mettront l'accent sur l'acquisition d'éléments d'actif relativement sécuritaires et concentreront une partie de leur attention sur la gestion des éléments d'actif qui pourraient

éventuellement soulever des problèmes. Les valeurs de ces éléments d'actif sont relativement difficiles à estimer et (encore une fois) il est peu probable que les actionnaires pourront critiquer les erreurs commises individuellement par les gestionnaires.

Les chefs de la direction des entreprises de type HH chercheront à concevoir des projets rentables et à gérer à la fois l'actif et le passif. Mais parce que leur compétence se limite habituellement à un domaine restreint, il est probable qu'ils mettront l'accent sur la gestion soit des éléments d'actif, soit des éléments de passif. Il sera difficile pour les actionnaires de scruter les décisions individuelles des gestionnaires dans l'un et l'autre cas.

Bailleurs de fonds ayant une participation importante au capital

Un bailleur de fonds ayant une participation importante au capital d'une entreprise est intéressé à utiliser les ressources de celle-ci pour améliorer sa propre position financière, notamment si les portefeuilles de l'entreprise sont relativement difficiles à évaluer. Les bailleurs de fonds qui gèrent des entreprises de type MM mettent l'accent sur la rentabilité des opérations de courtage et représentent une part importante du marché des titres négociés. Comme les valeurs au marché des éléments d'actif et de passif de type M sont faciles à établir, les gestionnaires seront peu intéressés à manipuler la qualité des instruments qui composent leurs portefeuilles.

Un bailleur de fonds qui possède une participation importante dans le capital-actions d'une entreprise de type MH a intérêt à sous-estimer les risques et à surestimer la rentabilité des éléments de passif liés à d'autres participations dans des entreprises à capital fermé. Ces stimulants sont renforcés par la difficulté d'évaluer le passif des sociétés financières.

Les propriétaires-dirigeants d'entreprises de type MH sont portés à investir les fonds de l'entreprise dans les activités d'entreprises à capital fermé. Ces bailleurs de fonds sont incités à sous-estimer les risques et à surestimer la rentabilité de ces entreprises; ces stimulants sont renforcés par la difficulté que soulève l'évaluation des éléments d'actif d'une société financière.

Dans le cas des entreprises de type HH, les propriétaires-dirigeants peuvent à la fois sous-estimer les risques de liquidité et surestimer la rentabilité potentielle des projets qu'ils privilégient. L'opacité tant des éléments d'actif que des éléments de passif encourage ces propriétaires dirigeants à adopter une attitude très indépendante. Ils sont peu incités à reconnaître et à tenir compte des préoccupations des intervenants de l'extérieur.

Intervenants de l'extérieur ayant une participation limitée au capital

Les intervenants de l'extérieur qui n'ont qu'une participation restreinte au capital-actions partagent les préoccupations des gestionnaires qui ont une

participation limitée au capital. Ces intervenants ne se soucient habituellement pas de la surveillance d'éléments d'actif ou de passif individuels. Plutôt, leur principal intérêt, dans le cas des entreprises de type MM, est d'évaluer la valeur marchande de l'avoir de l'entreprise ou d'autres instruments qu'elle utilise pour lever des fonds. Ils ont les mêmes préoccupations dans le cas des entreprises de type MH, mais sont portés à surestimer les risques liés au passif en période de difficultés parce qu'ils ont peu de renseignements sur la valeur des éléments de passif. Pour les mêmes raisons, les intervenants dans les entreprises de type HM surestiment les risques liés aux éléments d'actif en période de difficultés. Les intervenants dans les entreprises de type HH ont tendance à accorder leur confiance aux gestionnaires en place, surtout qu'ils n'ont que peu d'autres renseignements sur lesquels fonder leur évaluation.

LE CHANGEMENT

LES PRINCIPAUX MOTEURS DE CHANGEMENT DANS LE SYSTÈME FINANCIER sont les nouvelles technologies informatiques et de communication qui modifient les paramètres économiques des transactions et qui influent sur la nature de la concurrence. Parmi les effets du changement, il y a le rythme plus rapide de développement de nouveaux produits, l'adoption plus rapide des nouvelles technologies, l'internationalisation croissante des systèmes financiers et la disparition des frontières traditionnelles (entre le marché intérieur et le marché international, entre les banques et les compagnies d'assurance, ainsi que l'homogénéisation croissante, à l'échelle mondiale, de la réglementation financière). Les changements au niveau de la réglementation peuvent aussi stimuler l'adaptation, principalement en influant sur les stimulants auxquels sont sensibles les gestionnaires. Ainsi, les taux uniformes d'assurance-dépôts incitent les banques à prendre de plus grands risques que ceux qu'elles seraient disposées à assumer si elles étaient assujetties à des primes calculées en fonction du risque (Benston, 1986; Kane, 1984, 1989; et Kaufman et Litan, 1993).

LES CAUSES DU CHANGEMENT

LE CHANGEMENT AU SEIN DU SYSTÈME FINANCIER est déterminé à la fois par les moyens en place et par le cours des événements. Le succès de l'innovation est lié à un processus itératif d'adaptation aux circonstances économiques changeantes. Il y a innovation lorsque les clients présentent de nouvelles formes de transactions et que les bailleurs de fonds se familiarisent avec de nouvelles technologies qu'ils peuvent mettre en œuvre de façon profitable.

Une nouvelle possibilité sera exploitée uniquement si et lorsque les bailleurs de fonds perçoivent qu'elle est rentable. Lorsque de nouvelles possibilités se présentent, les bailleurs de fonds tentent de les exploiter, apprenant à mesure qu'ils entrent dans de nouveaux domaines d'activités. L'effort d'apprentissage va vers la conclusion de transactions plus efficientes à mesure

que les entreprises se familiarisent avec les modes de transaction dans le nouveau secteur d'activités.

L'apprentissage est progressif, mais les mesures prises dans un contexte d'apprentissage ne permettent pas toujours une adaptation sans heurt. Il arrive que les bailleurs de fonds réagissent de façon exagérée à de nouvelles perspectives de profit pour au moins deux raisons. D'abord, le changement se produit dans un contexte d'incertitude et il n'est pas toujours facile de repérer une méthode appropriée pour en profiter. Ensuite, la façon la plus profitable d'entrer dans un nouveau secteur d'activités est souvent d'acquérir une position dominante sur le marché le plus rapidement possible. Ainsi, les bailleurs de fonds sont parfois enclins à offrir de nouveaux produits avant que leur rentabilité ait été clairement établie et à élargir la gamme des activités avant que les sources de perte ne soient pleinement comprises. Néanmoins, leurs réactions révèlent des efforts visant à préciser et à contrôler les principaux attributs de la rentabilité de leurs transactions.

Pour les raisons qui expliquent que les bailleurs de fonds entrent parfois dans un nouveau secteur d'activités trop rapidement, ces derniers, et leurs clients, peuvent avoir une réaction exagérée aux pertes qui surviennent. Ainsi, au premier signe de difficulté, une participation à la propriété de type S ou la détention d'obligations de type S pourrait immédiatement être reclassée comme étant de type N et une surévaluation peut, à très brève échéance, devenir une sous-évaluation. Il y a retour éventuellement à une valeur proche de celle du marché, mais le processus peut être assez laborieux.

LE PROCESSUS DE CHANGEMENT

AVEC LE TEMPS, UNE SOCIÉTÉ FINANCIÈRE ADAPTERA SON PORTEFEUILLE en fonction de sa capacité de régie et vice-versa. Si, à un point donné dans le temps, les moyens de régie et les types de portefeuille ne sont pas entièrement harmonisés, des mesures d'adaptation au niveau du portefeuille ou de la capacité de l'entreprise seront mises en œuvre et se poursuivront jusqu'à ce que l'on atteigne une étroite correspondance. Une entreprise ayant une capacité de type H vendra des éléments d'actif dont les attributs ont évolué pour n'exiger qu'un contrôle de routine et cherchera par ailleurs de nouveaux produits de type N pour remplacer les investissements originaux.

Merton (1992) fait observer que les institutions modifient leurs gammes de produits de la façon que nous venons de décrire. Mais les fonctions exécutées par les institutions s'adaptent beaucoup plus lentement, si même il y a adaptation. Ainsi, une institution ayant une capacité de type HM fera l'acquisition de nouvelles formes d'éléments d'actif de type N pour remplacer les investissements qu'elle avait faits par le passé dans des éléments d'actif de type N, devenus depuis des éléments d'actif de type S. Selon cette analyse, il est peu probable que l'on assiste dans l'avenir à la disparition des banques. Ainsi, à mesure que les entreprises qui empruntent ont appris à utiliser les

instruments du marché plutôt que les prêts bancaires, certaines banques se sont adaptées en assumant d'autres fonctions de type N, telles que la gestion des risques. Aujourd'hui, certaines banques font l'intermédiation d'instruments de risque pour le compte de clients, comme par le passé elles ont fait l'intermédiation des instruments d'emprunt. La titralisation signifie que les types de transactions dans lesquelles elles s'engagent diffèrent de celles qu'elles faisaient anciennement, mais que leur fonction consistant à fournir une régie de type H demeure essentiellement inchangée.

PRINCIPES DE SUPERVISION

LES DÉFIS SUR LE PLAN DE LA SUPERVISION DIFFÈRENT selon le genre d'entreprise en cause et selon qu'elles modifient ou non leurs activités habituelles. L'analyse envisage d'abord les différences liées au type d'entreprise pour ensuite s'intéresser aux problèmes que pose l'évolution des activités.

DES DÉFIS DIFFÉRENTS

CETTE SECTION EST CONSACRÉE AUX ENTREPRISES DONT LA PROPRIÉTÉ est dispersée, alors que les entreprises à capital fermé sont examinées séparément dans l'analyse que nous faisons plus loin des recommandations du Livre blanc (de février 1995). Pour les transactions ayant des attributs familiers, les modalités et les méthodes de régie qui permettent de produire des renseignements sur les transactions sont tout aussi familières. Dans ce contexte, les responsables de la supervision tentent principalement de favoriser la probité dans les comportements et d'assurer la sécurité des créances de certains intervenants.

Si les entreprises sont de type MM, les principales préoccupations au chapitre de la réglementation ont trait à la gestion des liquidités, à la capitalisation, à la transparence des transactions sur le marché et à la prévention des tentatives de contrôle du marché. Dans le cas des entreprises de type MH, les responsables de la réglementation cherchent à réduire les risques de solvabilité, mais tentent rarement de produire des renseignements plus détaillés à l'intention du public sur le passif de ces entreprises. Ainsi, la question de savoir si une entreprise de type MH est portée à acquérir trop d'éléments de passif d'une catégorie qu'elle n'est pas en mesure de bien gérer est rarement abordée en public par les responsables de la réglementation. Mais il est encore moins probable que le fait de soulever cette question en privé avec les responsables de l'entreprise mène à l'adoption de mesures correctives parce que les discussions privées ne font intervenir que sur les mesures d'incitation offertes par les responsables de la réglementation eux-mêmes.

Dans le cas des entreprises de type HM, les responsables de la supervision visent à réduire le risque de solvabilité. Parfois, mais avec une fréquence et une rigueur insuffisantes, ils tentent de promouvoir la diffusion de renseignements au sujet de l'évaluation des éléments d'actif. Les responsables de la

réglementation font rarement enquête pour savoir si l'entreprise est incitée à acquérir trop d'éléments d'actif appartenant à une (des) catégorie(s) qu'elle n'est pas en mesure de gérer de façon appropriée. Quant aux entreprises de type HH, l'une des principales tâches qui incombent aux responsables de la réglementation est d'évaluer la capacité et l'honnêteté de l'équipe de direction. Des questions de compétence se posent également ici : La capacité des gestionnaires dépasse-t-elle la gestion des liquidités pour englober la gestion du portefeuille ? Comme les éléments d'actif et de passif sont difficiles à évaluer, il est souvent tout aussi difficile pour les responsables de la supervision d'évaluer les mesures adoptées par les gestionnaires.

NOUVELLES FORMES D'ENTREPRISES

À MESURE QU'UNE SOCIÉTÉ FINANCIÈRE ÉVOLUE, les responsables de la supervision doivent relever le défi supplémentaire d'évaluer si les gestionnaires possèdent les systèmes qui leur permettent de tirer rapidement des leçons de leurs erreurs. Les préoccupations au niveau de la supervision varient selon la nature du changement, comme il ressort des exemples présentés ci-après.

MM à MH

L'entreprise a-t-elle l'expérience requise pour souscrire de nouvelles formes d'engagements ? Les gestionnaires ont-ils le savoir-faire requis pour éviter les écueils, par exemple, les longues périodes sur lesquelles peuvent s'échelonner les réclamations liées à de nouvelles formes d'assurance ? Comprennent-ils bien le cycle de souscription et ont-ils un plan pour en tenir compte ? Enfin, sont-ils incités à prendre des mesures comme celles que nous venons de mentionner ?

MM à HM

Les gestionnaires ont-ils l'expérience requise pour faire des prêts, par opposition à l'achat-vente d'instruments financiers sur le marché; autrement dit, comprennent-ils la différence qui existe entre le risque du marché et le risque du crédit ? Les gestionnaires sont-ils renseignés sur les profils habituels de perte associés à l'entrée dans le secteur des prêts ou des placements ? Y a-t-il des stimulants qui incitent les gestionnaires à une administration prudente des fonds ou des facteurs pervers les incitant à assumer des risques supplémentaires sans devoir encourir de pénalités ?

MH à HH

Les gestionnaires comprennent-ils les formes de changement technologique qu'ils financement ? Comprennent-ils les effets de portefeuille liés au nouveau secteur d'activité ? Les gestionnaires comprennent-ils comment réagir aux

crises de liquidité que connaissent périodiquement les portefeuilles de type NN ?

HM à HH

Les gestionnaires comprennent-ils les différences qui existent entre les transactions négociées du côté de l'actif et les transactions négociées du côté du passif ? Les autres questions sont semblables à celles posées dans le cas MM à MH.

LES RECOMMANDATIONS DU LIVRE BLANC

DANS CETTE SECTION, NOUS EXAMINONS LES RECOMMANDATIONS contenues dans le Livre blanc du gouvernement fédéral sur la réglementation du secteur financier au Canada (février 1995), à la lumière de la théorie énoncée dans ce document, de même que certaines autres possibilités de réforme qui n'ont pas été envisagées dans le Livre blanc. Étant donné que l'opportunité d'une réforme du régime d'assurance-dépôts et d'une amélioration de la qualité des renseignements publiés a été analysée antérieurement (notamment par Neave, 1989), nous examinerons chacune des propositions qui suivent, à tour de rôle, en ajoutant nos commentaires à ceux déjà publiés.

Le Livre blanc de février 1995 renfermait des propositions sur les aspects suivants :

- amélioration de la divulgation des renseignements financiers
- cadre d'intervention hâtive
- modifications au régime d'assurance-dépôts
- protection des détenteurs de polices d'assurance-vie et d'assurance-santé
- cadre de réglementation prudentielle renforcé pour les institutions financières fédérales
- changements visant à réduire le risque systémique des systèmes de compensation et de règlement.

UNE MEILLEURE DIVULGATION

LE RENSEIGNEMENT FINANCIER LE PLUS IMPORTANT qu'une entreprise peut divulguer est sa valeur économique, qui correspond à la différence entre la valeur de son actif et celle de son passif. Une meilleure divulgation des attributs des éléments d'actif et de passif peut aussi aider à déterminer la valeur d'une entreprise, mais seulement jusqu'à un certain point. Si les transactions conclues sont de type N, elles n'ont habituellement pas de valeur marchande établie, pour les raisons théoriques que nous avons examinées précédemment. Dans ce cas, les responsables de la supervision devraient envisager d'offrir des stimulants aux gestionnaires pour qu'ils divulguent en toute franchise leurs

estimations de la valeur économique des éléments d'actif et de passif de type N[14]. Lorsque les gestionnaires ne s'acquittent pas de la responsabilité qu'ils ont de divulguer des renseignements exacts et à date, ils devraient s'exposer à des pénalités.

Le principe d'une divulgation renforcée permet d'entrevoir une certaine amélioration mais il ne constitue pas une panacée. Étant donné que tout système financier comportera toujours des transactions de type N et que l'évaluation de ces transactions est forcément difficile, une divulgation complète de tous les aspects de la valeur économique de toutes les transactions est tout simplement un objectif inatteignable. Mais les responsables de la supervision des institutions financières ne doivent pas pour autant s'en tenir au statu quo; toute amélioration sur le plan de l'information, même imparfaite, peut aider les investisseurs à prendre de meilleures décisions.

Pour qu'il y ait amélioration, les avantages d'une divulgation supplémentaire doivent être supérieurs aux coûts de la cueillette de ces renseignements. Dans la plupart des cas, il faut porter des jugements qualitatifs sur les coûts et les avantages en cause; il est probablement impossible de faire des calculs plus précis. La difficulté que soulève la comparaison de la valeur au coût se complique d'un problème d'incidence : les coûts de production de l'information ne sont pas toujours assumés par les parties qui en bénéficient. Il peut aussi y avoir des obstacles de nature juridique et institutionnelle à une plus grande divulgation des renseignements. L'analyse des questions liées aux coûts et aux avantages, des questions d'incidence et des obstacles qui se dressent encore dépasse la portée de la présente étude. Mais si le principe d'une meilleure divulgation de l'information est accepté, il sera possible d'envisager des solutions aux problèmes qui se posent[15].

UNE INTERVENTION RAPIDE

LE POUVOIR D'INTERVENIR HÂTIVEMENT EST UN AJOUT PRÉCIEUX au cadre de supervision actuel. Quant à savoir si l'intervention survient suffisamment tôt, cela dépend des moyens dont disposent les responsables de la supervision pour déceler les difficultés qui émergent. Le Livre blanc traite longuement des mesures à prendre au moment d'intervenir, mais il est avare de commentaires sur la façon de déceler les difficultés, c'est-à-dire, les signaux qui pourraient déclencher une intervention.

Les questions que l'on doit se poser avant de prendre la décision d'intervenir hâtivement vont au delà de l'évaluation de la valeur d'une entreprise. Ce sont notamment les suivantes : Les compétences de l'équipe de gestion s'appliquent-elles au(x) type(s) d'activités dans lequel (lesquels) l'entreprise est actuellement engagée ? L'entreprise s'est-elle récemment engagée dans un nouveau domaine d'activité sans acquérir les compétences requises pour y évoluer sans subir de pertes indues ? Quel pourcentage du capital de l'entreprise est exposé à un risque dans ces projets ? Une institution qui entre dans

un nouveau secteur d'activité sans disposer de mécanismes appropriés de contrôle des risques pourrait devoir faire l'objet d'une supervision supplémentaire, mais la décision d'intervenir devrait aussi reposer sur la probabilité qu'une part importante du capital soit exposée à un risque dans ce nouveau secteur d'activité.

Un système de pré-alerte ne donnera pas de bons résultats si les autorités attendent d'observer des signes de difficulté, plutôt que de mettre en place des mesures de supervision supplémentaires lorsque les gestionnaires d'une institution entrent dans un important (nouveau) secteur d'activité sans acquérir la capacité de régie appropriée. Une hausse de primes d'assurance-dépôts ou une réduction de la cote de sécurité de l'institution, ou les deux, pourrait être indiquée si une part importante du capital est exposée à un risque et si les systèmes de contrôle des risques dont disposent les gestionnaires sont inadéquats. Il serait aussi avantageux pour le Canada que le mandat légiféré proposé pour le BSIF soit étendu aux responsables de la supervision au palier provincial.

Quant à savoir si le pouvoir d'intervention hâtive devrait être confié au BSIF ou à la SADC, la question est difficile à trancher. Le BSIF tente habituellement de sauver une institution en difficulté en améliorant ses opérations plutôt que de se contenter de la fermer. La SADC tente habituellement de limiter les montants qu'elle devra verser en fermant rapidement une institution en difficulté, notamment lorsqu'il semble que ses opérations continueront de péricliter. Le BSIF peut se permettre un certain optimisme parce qu'il a peu à perdre à maintenir l'institution financière en exploitation; la SADC devra essuyer des pertes plus élevées si, par un excès d'optimisme, elle permet à une entreprise qui sera forcée, en définitive, de fermer ses portes de poursuivre ses opérations. En théorie, ce conflit entre l'optimisme et le pessimisme pourrait être régi à l'interne, peut-être grâce à une meilleure information, si les deux organismes étaient fusionnés. À l'opposé, en maintenant le BSIF et la SADC en deux entités distinctes, on favorise le débat sur la viabilité future d'une institution en difficulté. Un tel débat peut servir l'intérêt public parce que les marchés fonctionnent mieux lorsqu'ils disposent de la meilleure information possible. Puisque nous jugeons que les avantages associés à l'information publique sont supérieurs aux coûts des perturbations parfois provoquées par la divulgation, nous favorisons le maintien de deux organismes distincts.

L'ASSURANCE-DÉPÔTS

LES PRIMES FONDÉES SUR LE RISQUE SONT UNE INNOVATION hautement souhaitable parce qu'elles fournissent aux institutions financières les stimulants requis pour maintenir un équilibre entre la promesse d'un rendement supplémentaire et les risques accrus qu'elles comportent[16]. Assujetties à des primes calculées en fonction du risque, les institutions financières qui sont disposées à accepter des risques plus élevés paieront davantage pour les fonds qu'elles se procurent que leurs rivales plus conservatrices, réduisant ainsi une partie de la subvention actuellement accordée aux institutions qui prennent des risques par

celles qui ont une conduite plus prudente. Ainsi, une banque ayant un pourcentage élevé de prêts relativement risqués dans le secteur immobilier paiera normalement une prime d'assurance-dépôts plus élevée qu'une autre où ce pourcentage est moins élevé. Cependant, si la première banque a titralisé les prêts consentis dans le secteur immobilier de telle manière qu'elle n'assume pas le risque résiduel de non-paiement, son portefeuille pourrait être moins risqué qu'il l'était à l'origine et, toute chose égale par ailleurs, sa prime serait inférieure[17]. Il ressort clairement de la théorie, et cela est confirmé par le présent exemple, qu'une formule de primes d'assurance-dépôts calculées selon le risque s'accompagne du besoin de participer beaucoup plus étroitement à la régie des entreprises au niveau individuel. La vente d'assurance-dépôts est une transaction de type N qui ne peut se dérouler de façon informée sans une évaluation adéquate des risques en cause.

Bien que les déposants devraient aussi être incités à comparer les risques au rendement, la co-assurance n'est pas nécessaire et s'avère trop complexe à cette fin. La co-assurance n'est pas nécessaire parce que l'abolition de la pratique du cumul aiderait à communiquer la notion de risque au déposant sans nécessiter de sa part une évaluation des éléments d'actif. Le stimulant découlant de l'abolition de cette pratique pourrait être renforcé en informant les déposants que les montants versés au titre de l'assurance-dépôts par suite des difficultés éprouvées par un groupe d'institutions seront assujettis à un maximum de 60 000 dollars par numéro d'assurance sociale. La co-assurance est probablement trop complexe pour les petits déposants parce que ces personnes sont généralement moins bien qualifiées que les professionnels. Pourtant, même les professionnels peuvent avoir de la difficulté à évaluer les transactions de type N, comme il ressort de l'analyse qui précède.

La protection des détenteurs de polices

Une protection accrue des détenteurs de police d'assurance est hautement souhaitable. Si les détenteurs de police d'assurance au Canada n'ont pas subi de pertes importantes par suite de la faillite de compagnies d'assurance jusqu'à maintenant, l'expérience ne signifie pas qu'une protection supplémentaire à cet égard serait inutile. La question qui se pose aux surveillants est de savoir si la probabilité que surviennent des difficultés dans l'avenir peut être réduite en accroissant la protection offerte aux détenteurs de police. Les difficultés éventuelles seront certainement réduites si les primes sont établies en fonction du risque, comme dans le cas de l'assurance-dépôts. Il serait possible de réduire encore davantage les difficultés futures si les compagnies d'assurance constituées en vertu de la loi provinciale étaient tenues de contribuer à ce fonds. Ce qui est encore plus important, les économies détenues par des particuliers dans des caisses de retraite représentent des sommes très importantes et toutes les caisses devraient contribuer à un régime d'assurance semblable. Un tel régime devrait aussi comporter des primes établies en fonction du risque.

UN CADRE DE RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE

UN CADRE DE RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE PLUS RIGOUREUX est requis aux niveaux fédéral et provincial. Les responsables de la supervision des institutions financières, aux deux paliers de gouvernement, devraient avoir la responsabilité de divulguer au public les renseignements importants, en temps opportun, et devraient être exposés à des pénalités, dans les dispositions de la loi, s'ils omettent de le faire. Dans le passé, le public a subi des pertes parce que les responsables provinciaux ont mis trop de temps à déceler les institutions financières en difficulté.

LE RISQUE SYSTÉMIQUE

LES CHANGEMENTS VISANT À RÉDUIRE LE RISQUE SYSTÉMIQUE dans les opérations de compensation constituent une façon utile de réduire les pertes éventuelles. Le principe de la compensation nette réduit le risque de règlement actuellement assumé par les institutions financières. Par ailleurs, on ne s'est pas encore prémuni contre l'effet de domino pouvant résulter de l'insolvabilité d'une institution financière. La faillite récente de la Barings Bank illustre le genre de difficultés qui peuvent survenir même après que l'on ait réduit les risques liés à la compensation.

La première chose à faire pour réduire les risques systémiques résiduels est de veiller à ce que toutes les entreprises disposent de systèmes adéquats de contrôle des risques et que les responsables de la supervision publient leur évaluation du fonctionnement de ces systèmes. Ces derniers devraient se poser notamment les questions suivantes : Avec quelle rapidité les gestionnaires agissent-ils pour mettre en place de bons mécanismes internes de contrôle des risques ? Comment les activités liées au contrôle des risques dans les institutions financières canadiennes se comparent-elles à celles des meilleurs systèmes qui existent ailleurs dans le monde ? Dans quelle mesure une institution est-elle vulnérable à la faillite d'une autre ?

Les responsables de la supervision devraient aussi contribuer à réduire le risque systémique en diffusant des données globales que les entreprises ne peuvent produire individuellement. Si l'on avait su au début de 1995 que des sommes très importantes seraient exposées à un risque advenant que l'indice Nikkei fluctue de façon substantielle, les institutions qui traitaient avec la Barings Bank auraient pu déceler les positions prises par cette institution et prendre plus rapidement des mesures pour limiter les risques liés aux transactions conclues avec cette institution. Autre exemple, les responsables de la supervision pourraient discuter de la qualité des règles de régie appliquées par d'autres autorités avec les entreprises qui relèvent de leur compétence, améliorant ainsi l'évaluation faite par ces institutions des divers genres de risques internationaux auxquels elles sont exposées.

LES ENTREPRISES À CAPITAL FERMÉ

LES ENTREPRISES À CAPITAL FERMÉ POSENT un certain défi sur le plan de la supervision qui n'a pas été examiné à fond dans le Livre blanc. Du côté positif du bilan, ces entreprises peuvent engendrer de plus grands avantages en appliquant des modalités de régie de type H aux transactions de type N auxquelles elles participent. Dans une entreprise à capital fermé, les liens intimes entre le bailleur de fonds et le projet se traduisent par une capacité élevée de contrôle des éléments d'incertitude, surtout à cause du genre de renseignements et de moyens de contrôle dont dispose le bailleur de fonds. Les banques dont la propriété est dispersée ont une moins grande capacité de type H pour exercer un contrôle sur ces transactions.

Les difficultés que peuvent soulever les entreprises à capital fermé découlent principalement des stimulants créés par les participations élevées au capital-actions. Les entreprises à capital fermé de type MH sont vulnérables à l'émission de quantités excessives de titres d'entreprises dont elles ont le contrôle, c'est-à-dire, à la souscription des risques contractés par d'autres entreprises détenues par les dirigeants de la société financière. Les entreprises à capital fermé de type HM sont exposées aux investissements excessifs dans d'autres projets entrepris par leurs propriétaires-dirigeants. Les entreprises à capital fermé de type HH sont plus particulièrement vulnérables à la manipulation au profit des propriétaires-dirigeants, au détriment des autres actionnaires. L'incitation à accorder trop d'importance aux intérêts des propriétaires et la difficulté que pose l'évaluation des opérations de l'entreprise militent en faveur d'une supervision particulièrement étroite de leurs activités.

Les entreprises à capital fermé présentent donc aux responsables de la réglementation un défi particulièrement délicat sur le plan de la régie. Si ces derniers imposent des règles rigoureuses en matière de conflits d'intérêts, ils pourraient gêner la conclusion de certaines transactions par ailleurs favorables à la croissance économique. Mais s'ils se contentent d'appliquer aux entreprises à capital fermé le même genre de supervision que celui appliqué aux entreprises à propriété dispersée, ils pourraient aggraver les pertes découlant des problèmes d'incitation que nous venons d'examiner. Ainsi, les banques à propriété dispersée peuvent engendrer peu de conflits d'intérêts, mais elles peuvent aussi être extrêmement conservatrices en matière de financement de projets innovateurs dans lesquels elles n'ont aucune participation. À l'opposé, les sociétés de fiducie à capital fermé ont parfois identifié leurs intérêts à ceux des principaux actionnaires, au détriment de la préservation des fonds des déposants. La clé de la gestion de cet arbitrage est de rechercher un équilibre entre les deux types de coûts. Cet équilibre est probablement plus facile à établir sur une base individuelle, par l'exercice du jugement des responsables de la supervision.

SYNTHÈSE

LA SUPERVISION DEVRAIT ÊTRE CONÇUE D'ABORD ET AVANT TOUT pour encourager l'activité économique. La meilleure façon d'y arriver serait de favoriser une plus grande diversité d'arrangements financiers. Aucune stratégie de réglementation n'est supérieure sur tous les plans pour toutes les sociétés financières. Des entreprises différentes posséderont différents moyens et seront exposées à différents facteurs de vulnérabilité; la tâche des responsables de la réglementation est d'être sensibles à la combinaison des problèmes de réglementation que pourrait poser chaque entreprise.

La supervision devrait viser à faire en sorte que le public soit informé de la qualité du portefeuille et que la gestion soit prudente. Les deux objectifs peuvent entrer en conflit et la réglementation doit donc intervenir pour assurer un équilibre. Les cotes publiées peuvent aussi aider à rendre plus transparentes les valeurs des portefeuilles non liquides, mais tant les mérites de l'information publique que la difficulté d'obtenir de tels renseignements (notamment en rapport avec l'évaluation des éléments d'actif de type N) demeurent mal comprises. La réglementation en matière de conflits d'intérêts peut protéger le public, mais au risque de bloquer certaines transactions qui favoriseraient la croissance économique.

La réforme des mécanismes de supervision devrait viser à la fois à reconnaître le(s) changement(s) déjà survenu(s) dans les systèmes financiers et l'évolution anticipée. Favoriser le changement peut aller à l'encontre de la protection du public, mais les arbitrages doivent être précisés en faisant appel aux principes économiques du changement et de l'apprentissage. Il importe que les responsables de la réglementation renseignent le public sur les changements qui surviennent dans le système financier de sorte que, dans la mesure du possible, les perceptions s'ajustent progressivement plutôt que soudainement. La discipline assurée par la supervision est notamment importante dans le cas des transactions nouvelles et non liquides, mais il est difficile pour les responsables de la réglementation de mieux évaluer ces transactions que les bailleurs de fonds.

NOTES

1 Le Groupe La Laurentienne, Trilon, E-L Financial, Crownx, la Corporation financière Power, Eaton Bay Financial Services et les Caisses populaires Desjardins sont les principaux exemples au Canada.
2 Cependant, la situation commence à changer : voir le numéro de septembre 1995 de la *Revue canadienne de droit du commerce*.
3 *Report on Business*, 13 août 1994, page B3.
4 *Toronto Star*, 21 août 1994, page D1.

5 Pour un examen plus approfondi du lien entre cette théorie et les travaux publiés en finances, voir Williamson (1988).

6 Les liens entre la théorie économique des transactions et la théorie de l'intérêt de l'agent sont examinés dans Williamson (1988); l'application de la théorie économique des transactions à l'analyse du système financier a été faite par Neave (1995). Voir aussi les commentaires de Romano (dans cet ouvrage) sur les résultats des analyses issues de la théorie économique des transactions.

7 En pratique, les transactions correspondent habituellement à des combinaisons différentes de ces deux modèles polaires, mais l'analyse profite davantage d'un examen des formes extrêmes.

8 Une transaction visant des éléments d'actif non liquides peut être de type S si elle est garantie par d'autres éléments d'actif (liquides).

9 Williamson (1988) démontre l'importance de la spécificité de l'élément d'actif en tant qu'attribut d'une transaction; dans le présent contexte, il est utile de traiter la spécificité d'un élément d'actif sous l'angle de la liquidité.

10 La non-conclusion des contrats est attribuable à la rationalité limitée (Williamson, 1988), c'est-à-dire, aux incertitudes qui ne peuvent être précisées quantitativement au moment où la transaction est structurée.

11 Johnson et Neave (1994) font la démonstration de ce rapport avantage-coût dans le cadre d'un modèle d'équilibre des marchés financiers.

12 En réalité, l'entreprise pourrait avoir des éléments d'actif des deux types. En pratique, nous analyserions cette société comme si elle combinait nos deux formes polaires.

13 Merton (1992) soutient que la théorie économique des transactions n'a pas fait ressortir les améliorations pouvant découler de la conclusion des marchés. Même si la théorie économique des transactions n'a pas jusqu'ici fait ressortir cet aspect du développement financier, notre étude tente de démontrer que cette théorie peut intégrer des explications de ces activités.

14 La théorie financière offre de nombreuses possibilités de conception de stimulants visant à encourager la divulgation non biaisée.

15 Le principe d'une divulgation hâtive des renseignements et celui des primes d'assurance-dépôts fondées sur le risque, préconisés par Neave (1989), ont rencontré une forte opposition lors de la conférence où cette étude a d'abord été présentée. Les deux principes ont depuis été mieux acceptés, mais leur mise en œuvre représente une tâche de longue haleine.

16 Les problèmes posés par les modèles de primes d'assurance-dépôts uniformes sont notamment étudiés dans Kane (1989).

17 Cela ne revient pas à préconiser des primes d'assurance-dépôts qui varient constamment; à toute fin pratique, il est probable que les primes ne seraient pas modifiées plus d'une fois l'an.

APPENDICE 1

RECOMMANDATIONS

1. La supervision doit viser un équilibre entre la stimulation de l'activité innovatrice et la protection des intéressés par le recours à des règles qui imposent une certaine rigidité.
2. Les arbitrages peuvent être atténués en favorisant la production d'information dans les cas où il est actuellement difficile d'évaluer les éléments d'actif et de passif ou les risques éventuels.
3. La supervision devrait tenir compte des moyens et des éléments de vulnérabilité différents des sociétés financières, tels que définis par leurs types de portefeuille et leurs mesures de régie.
4. En période de changement, la supervision réglementaire devrait porter principalement sur l'évaluation des moyens dont disposent les gestionnaires pour pénétrer de nouveaux secteurs d'activités et la qualité des procédures de gestion mises en place pour évaluer les risques.
5. En encourageant la divulgation continue de renseignements plutôt que l'annonce soudaine de changements, on aiderait les participants au marché à réviser leur portefeuille à un coût d'ajustement minimal.
6. La supervision devrait s'intéresser tout particulièrement aux stimulants qui agissent sur les entreprises à capital fermé et aux risques concomitants auxquels elles sont exposées. Ces dangers doivent être évalués en fonction des avantages découlant de l'utilisation de formes très efficaces de régie de type H pour les formes les plus complexes de transactions de type N.
7. Seuls les responsables de la réglementation peuvent contrôler les effets d'entraînement que les entreprises, individuellement, ne sont aucunement incitées à reconnaître (par exemple, les effets systémiques d'une faillite dans un marché actif pour les produits dérivés).

REMERCIEMENTS

NOUS TENONS À REMERCIER Industrie Canada et la Fondation canadienne de recherche financière pour l'aide financière qu'ils nous ont accordée. Notre étude s'est enrichie des commentaires de Ron Daniels, Randall Morck, Roberta Romano et Adrian Tschoegl.

BIBLIOGRAPHIE

Benston, George J. et coll., *Perspectives on Safe and Sound Banking: Past, Present, and Future*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1986.

Diamond, Douglas W., « Financial Intermediaries and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, 1984, p. 393-414.

Garvey, Gerald, « Does Hierarchical Governance Facilitate Adaptation to Changed Circumstances ? », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 20, 1993, p. 187-192.

Gouvernement du Canada, ministère des Finances, *Renforcer et assainir le secteur des services financiers canadien*, livre blanc sur la réglementation financière au Canada, février 1995.

Johnson, Lewis D. et Edwin H. Neave, « Governance and Comparative Advantage », *Managerial Finance*, vol. 20, 1994, p. 54-68.

Kane, Edward J., « Technological and Regulatory Forces in the Developing Fusion of Financial Service Competition », National Bureau of Economic Research, document de travail n° 1320, 1984.

_____, « How Incentive-Incompatible Deposit Insurance Funds Fail », National Bureau of Economic Research, document de travail n° 2836, 1989.

Kaufman, George G. et Robert E. Litan, *Assessing Bank Reform: FDICIA One Year Later*, ouvrage collectif, Brookings Institution, Washington (D.C.), 1993.

Merton, Robert C., « Operation and Regulation in Financial Intermediation: A Functional Perspective », Harvard University Graduate School of Business Administration, document de travail, septembre 1992.

Nathan, Alli et Edwin H. Neave, « Operating Efficiency of Canadian Banks », *Journal of Financial Services Research*, vol. 6, 1992, p. 265-276.

Neave, Edwin H., « Canada's Approach to Financial Regulation », *Analyse de Politiques*, vol. XV, 1989, p. 1-11.

_____, « Directors and Corporate Control », *Revue canadienne de droit du commerce*, septembre 1995.

Ross, Stephen A., « Institutional Markets, Financial Marketing, and Financial Innovation », *Journal of Finance*, vol. 44, 1989, p. 541-556.

Williamson, Oliver E., « Transaction Cost Economics: The Comparative Contracting Perspective », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 8, 1987, p. 617-625.

_____, « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol. 43, 1988, p. 567-591.

Randall Morck
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta

et

Masao Nakamura
Faculté de commerce
Université de la Colombie-Britannique

14

Les banques et la régie d'entreprise au Canada

INTRODUCTION

EN ALLEMAGNE ET AU JAPON, MAIS AUSSI DANS D'AUTRES PAYS tels que la Suisse et la Corée, les banques jouent un rôle de premier plan dans la régie d'entreprise. Habituellement, les banques établies dans ces pays possèdent, directement et indirectement, d'importants blocs d'actions dans les sociétés non financières. Les banques peuvent être représentées au conseil d'administration et exercer une forte influence sur les décisions des gestionnaires. L'expression « banque universelle » est employée pour décrire ces institutions financières, qui sont présentes dans l'un ou la totalité des secteurs d'activités suivants : dépôts, prêts, services fiduciaires, prise ferme, services bancaires d'investissement, assurances et placements en actions.

Ce sont les placements en actions faits par les banques qui nous préoccupent ici. La critique de la régie des sociétés aux États-Unis par des économistes tels que Mace (1986) et Jensen et Meckling (1976), et les critiques analogues formulées par la suite au sujet de la régie d'entreprise au Canada par, notamment, Leighton et Thain (1990), ont été sévères. Ces analystes et d'autres sont d'avis que les conseils d'administration ne sont que des réunions amicales de vieux copains généralement incapables de prévenir, voire de reconnaître, les politiques d'une entreprise qui pourraient s'avérer désastreuses. Selon ces critiques, les gestionnaires agissent par intérêt et, en l'absence de contraintes découlant d'une surveillance efficace de la part du conseil d'administration, ils gèrent les entreprises à leur avantage. Des données empiriques comme celles présentées par Morck et coll. (1988, 1989, 1990) et Jensen et Murphy (1990), fournissent une base économétrique à l'hypothèse de la présence de problèmes de régie dans de nombreuses grandes entreprises américaines. Dans ce contexte, les réformateurs ont commencé à s'interroger sur d'autres cadres institutionnels qui pourraient donner de meilleurs résultats.

Shleifer et Vishny (1986) font valoir que même un gros actionnaire averti pourrait fournir un effet de contrepoids précieux aux gestionnaires, tandis que McConnell et Servaes (1990) affirment que la présence d'un tel actionnaire accroît la valeur de l'entreprise. Au Canada, la déréglementation financière a ouvert la voie aux grandes banques à charte pour qu'elles investissent dans le capital-actions d'entreprises non financières. La politique gouvernementale devrait-elle encourager les banques à devenir d'importants actionnaires des entreprises canadiennes comme moyen d'en améliorer la régie de façon générale ?

Pour répondre à cette question, nous commençons par faire un examen de l'évolution des systèmes financiers des pays qui permettent aux banques de participer au capital-actions de sociétés non financières. Nous examinons ensuite la nature des problèmes de régie qui se posent dans les grandes entreprises canadiennes et nous faisons valoir que la participation des banques au capital-actions n'apportera probablement pas les avantages envisagés par les tenants de cette approche.

L'HISTORIQUE DES BANQUES UNIVERSELLES

LA STRUCTURE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES est de plus en plus perçue par les économistes comme étant déterminée par leurs antécédents – autrement dit, l'histoire y serait pour quelque chose! Nous examinons par conséquent les origines de la participation des banques au capital-actions des entreprises dans l'industrialisation de l'Europe pour ensuite nous pencher sur deux systèmes bancaires souvent présentés comme des exemples du rôle constructif que peut avoir une participation au capital-actions – le système allemand et le système japonais.

LES ORIGINES

LA PREMIÈRE BANQUE UNIVERSELLE A ÉTÉ la Société Générale du Crédit Mobilier, établie en novembre 1852 par Émile et Isaac Péreire, des partisans du socialiste-utopiste Claude-Henri, comte de Saint-Simon[1]. Les saint-simoniens considéraient les banques comme un système d'irrigation servant à alimenter en capital les secteurs desséchés de l'économie. Pour y arriver, les frères Péreire avaient recours à ce que nous appellerions aujourd'hui la « titralisation », c'est-à-dire, qu'ils transformaient les prêts bancaires consentis à l'industrie en obligations à court terme appelées *valeurs omnium*, qu'ils vendaient au public. La réputation de la banque lui permettait de lever des fonds à moindre coût que ne le permettait le crédit incertain des industriels pris individuellement. Mais le Crédit Mobilier n'a pas obtenu beaucoup de succès avec la titralisation et, éventuellement, la banque a dû faire appel davantage aux dépôts et à son propre capital, ainsi qu'à la souscription en bonne et due forme. Pour conserver la confiance des déposants et des investisseurs, le Crédit Mobilier jugeait essentiel de

maintenir la valeur de ses actions et, à cette fin, il intervenait massivement pour acheter ses propres actions dès que leur prix fléchissait. Les sociétés pour lesquelles le Crédit Mobilier souscrivait des titres devaient maintenir leur compte courant auprès de la banque. Des placements non profitables dans le chemin de fer du nord de l'Espagne et une entreprise immobilière, ainsi que les revers subis sur le marché boursier ont entraîné la chute du Crédit Mobilier en 1867.

De nombreuses institutions financières ont été constituées sur le modèle du Crédit Mobilier dans les pays germanophones d'Europe. La *Bank für Handel und Industrie* a été créée à Darmstadt en 1853. Les Rothschild ont créé la *Kaiserlich-Königliche Privilegirte Österreichische Credit-Anstalt für Handel und Gewerbe* en 1855. Parmi les autres, on note la *Schweizerische Credit-Anstalt* de Zurich (devenue l'une des trois principales banques de Suisse), l'*Allgemeine Deutsche Credit-Anstalt*, à Leipzig, la *Vereinsbank*, à Hambourg, la *Norddeutsche Bank*, à Hambourg, la *Mitteldeutsche Credit-Bank*, à Meiningen, la *Schlesischer Bank-Verein*, à Breslau, la *Dessauer Credit-Anstalt*, la *Coburg-Gothaische Credit-Anstalt* et la *Preussiche Handelsgesellschaft*, à Königsberg, et la *Magdeburger Handelscompagnie*.

Des succursales du Crédit Mobilier ont aussi été implantées par cette banque elle-même à Amsterdam, à Turin et à Londres. Des rivaux se sont aussi installés à Londres (la General Credit and Finance Company) et à Paris (la Société Générale pour favoriser le développement du commerce et de l'industrie en France et le Crédit Lyonnais). Les lourdes pertes subies par ces banques dans leurs placements en actions (y compris la débâcle de la Société Générale dans l'affaire des « guanos » liée aux obligations péruviennes), ainsi que l'effondrement spectaculaire du Crédit Mobilier a convaincu les banquiers français de la sagesse d'établir une distinction entre les services bancaires commerciaux et les placements en actions; elle a aussi donné lieu à la division que l'on retrouve jusqu'à aujourd'hui entre les banques de dépôt, telles le Crédit Lyonnais, et les banques d'affaires. En Angleterre, la General Credit and Finance Company a été liquidée après que 90 p. 100 de son capital ait été anéanti lors de la panique de 1866. Ses gestionnaires ont renoncé à toute activité de « financement » et ont transféré les services bancaires commerciaux à la General Credit and Discount Company, de Londres, qui a par la suite été fusionnée avec la Union Discount Company. La chute météorique de la General Credit a confirmé la séparation informelle entre les services bancaires commerciaux et les placements en actions qui caractérise jusqu'à aujourd'hui le secteur bancaire en Grande-Bretagne. En Italie, les banques universelles ont existé jusqu'à la crise bancaire d'avril 1931, où le gouvernement est intervenu pour imposer une séparation juridique entre les services bancaires commerciaux et d'investissement et qu'il a pris le contrôle des actions des sociétés non financières détenues par des banques. Celles-ci ont été confiées à une société de portefeuille de l'État, l'*Istituto per la Ricostruzione Italiana* ou *IRI*, l'un des plus importants conglomérats d'Europe. Une législation semblable a été adoptée en Belgique.

La fin du 19^{e} siècle s'est révélée turbulente dans l'histoire financière de l'Allemagne. Kleeberg (1995) a dénombré 20 faillites bancaires, 15 liquidations,

une fusion imposée ainsi que 10 faillites bancaires évitées de peu en Allemagne entre 1850 et 1910. L'Allemagne a aussi traversé une sérieuse crise bancaire en 1931. Dans les années 20, les banques allemandes avaient fait d'importants prêts à des entreprises industrielles déjà fortement endettées, notamment celles contrôlées par Hugo Stinnes, héritier d'un empire industriel. À mesure que ces entreprises faisaient faillite, les banques allemandes ont accumulé leurs actions, qui avaient été déposées en garantie. Vers la fin de la décennie, les banques allemandes ont aussi investi d'importantes sommes, tirées à même les dépôts de leurs clients, pour acheter leurs propres actions et soutenir les cours sur le marché boursier. Le fait que le prix des actions ait été maintenu à un niveau artificiellement élevé a sans aucun doute contribué par la suite à l'insolvabilité des banques. En 1931, lorsque toutes les grandes banques allemandes ont été reconnues comme manifestement insolvables, la *Deutsche Bank und Disconto-Gesellchaft* possédait 27 p. 100 de son propre capital-actions, la banque *Dresdner* en possédait 34 p. 100, la *Commerz und Privatbank*, 50 p. 100, et la *Darmstädter-Nationalbank*, 60 p. 100. Lors d'une opération de sauvetage, le gouvernement de Weimar a repris ces blocs d'actions, nationalisant ainsi partiellement les banques.

Plusieurs propositions ont été faites en vue de la reconstruction des banques allemandes, sur le modèle de celles d'autres pays d'Europe. Mais en 1933, un comité établi pour étudier la réforme bancaire s'est rapidement prononcé contre tout changement lorsque le Parti national-socialiste a pris le pouvoir. Hitler a envisagé de nationaliser intégralement les banques mais n'a jamais réalisé son plan. En 1946, au lendemain de la guerre, les banques situées dans la zone occupée par les Soviétiques ont été « temporairement » fermées (Kleeberg, 1987), tandis que celles établies en Allemagne de l'Ouest avaient retrouvé leurs structures d'avant-guerre en 1957.

La réforme bancaire avait aussi une priorité peu élevée dans des pays européens de plus petite taille comme la Suisse, la Hollande et les pays scandinaves. La guerre commerciale qui a suivi le tarif Smoot-Hawley, adopté par le congrès des États-Unis en 1930, a pratiquement exclu ces petits pays du commerce international[2]. En raison des contrecoups économiques subis par ces pays, l'attention des responsables gouvernementaux s'est portée vers des initiatives commerciales comme l'entente d'Oslo; la réforme bancaire n'avait alors qu'une importance négligeable, de sorte que certains aspects du système des banques universelles ont survécu dans ces pays. En Suisse notamment, des cartels d'accommodement ont été mis en place pour protéger la stabilité du système. Lorsque les barrières à l'entrée ont été assouplies en 1990, 130 des 625 banques qui existaient alors ont soit disparu, soit perdu leur autonomie.

En résumé, des banques universelles ont été établies partout en Europe mais elles n'ont pas survécu en France, en Angleterre et en Italie. Le système bancaire canadien est calqué sur les modèles français et anglais. La réforme du système bancaire au début des années 30 a été prise de court en Allemagne par la montée du national-socialisme (Kleeberg, 1986).

LE SYSTÈME BANCAIRE ALLEMAND

LA FORTE PARTICIPATION DES BANQUES dans les entreprises industrielles de l'Allemagne est considérée par les historiens de l'économie (Calomiris, 1992), comme ayant été un élément clé de l'industrialisation rapide de ce pays entre 1870 et 1914. Citant en exemple l'industrie électrique allemande, Calomiris (1992) soutient que les banques universelles ont facilité la coordination de la prise de décisions entre les entreprises, mais qu'elles n'ont pas encouragé la formation de cartels pour entraver l'entrée ou retarder l'innovation technologique aux premières étapes critiques du développement industriel, même s'il ne nie pas que des cartels peuvent être apparus par la suite. Calomiris (1992) affirme aussi que le coût du capital en Allemagne au cours de la période d'industrialisation était à la fois moins élevé et mieux réparti géographiquement qu'en Amérique, en partie du moins parce que le financement bancaire était plus difficile à obtenir aux États-Unis. Les marges de souscription courantes aux États-Unis se situaient autour de 20 p. 100, comparativement à environ 4 p. 100 en Allemagne. Cela, selon lui, a mené à une industrialisation caractérisée par une plus grande intensité de capital en Allemagne. Benston (1995) soutient que les arguments traditionnels invoqués aux États-Unis pour justifier la séparation entre les services bancaires commerciaux et d'investissement ont été fabriqués par des politiciens populistes. Il fait remarquer que les banques qui étaient présentes sur le marché des valeurs mobilières avaient un taux d'échec moins élevé et ne tentaient pas de mousser les actions qu'elles souscrivaient.

Même si le capital fourni par le système bancaire allemand était moins coûteux que celui disponible aux États-Unis, l'interprétation que l'on doit donner à cet état de fait n'est pas claire. Le système bancaire des États-Unis est différent des autres sous pratiquement tous les aspects. Le coût du capital en Allemagne était-il inférieur à cause des économies d'échelle plus importantes que permettaient implicitement des banques nationales à plusieurs succursales, ou l'intervention des banques dans la régie d'entreprise par le truchement d'une participation au capital-actions a-t-il été un facteur déterminant ? Kleeberg (1987) présente beaucoup de données qui montrent que ce dernier facteur n'a pas joué, en affirmant que les banques universelles allemandes ont été remarquablement inaptes à « choisir les gagnants » au cours de l'industrialisation du pays, qu'elles ont malencontreusement investi dans une série de désastres financiers et qu'elles auraient même contribué à nuire au développement de l'Allemagne en soutenant des entreprises mal gérées.

L'Allemagne s'est industrialisée rapidement parce qu'elle a amorcé ce processus assez tardivement et que la voie à suivre était devenue claire – non en raison de l'intervention des banques universelles. Bien entendu, d'autres facteurs ont aussi joué un rôle important, mais leur influence s'est souvent limitée à certains secteurs. La présence providentielle de gisements minéraux a donné naissance aux industries du charbon, du zinc et de la potasse. On peut affirmer que les avantages sociaux offerts par les charbonnages ont fait en sorte que,

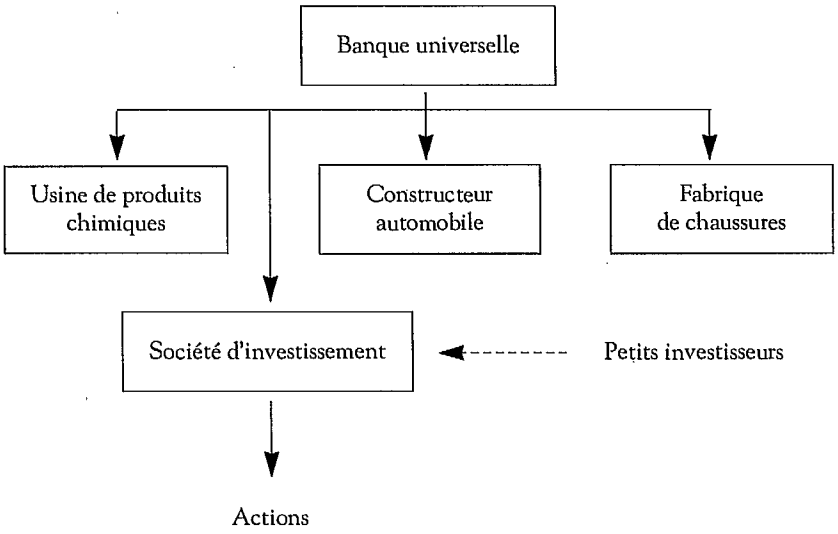
contrairement aux mineurs britanniques, ceux du bassin de la Rurhr ont rarement fait la grève. Mais l'avantage qu'a représenté pour l'Allemagne le fait de s'engager tardivement sur la voie de l'industrialisation peut aussi avoir joué un rôle – les problèmes rencontrés en Grande-Bretagne devaient clairement être évités. Un bon système d'enseignement a constitué un avantage indéniable pour l'Allemagne. Les travailleurs bien formés ont aidé les industries de l'imprimerie de la Saxe et de la Franconie, qui se sont développées pour devenir des chefs de file mondiaux en impression couleur avant 1914. Il était devenu en vogue pour les aristocrates allemands de verser des dotations aux universités et un réseau dense d'établissements de haut savoir a fourni la main-d'œuvre requise à l'industrie des produits chimiques. L'avantage de l'entrée tardive de l'Allemagne sur la voie de l'industrialisation et ces autres facteurs ont, manifestement, joué un rôle beaucoup plus important que les banques universelles qui, selon Kleeberg, ont entravé davantage le processus qu'elles ne l'ont aidé.

La figure 1 fait voir la structure de détention des actions dans une banque allemande en vertu des règles actuelles[3]. La banque universelle peut détenir directement une participation majoritaire dans certaines entreprises mais, le plus souvent, les actions sont détenues par l'intermédiaire d'une société d'investissement. Ces filiales sont semblables à des fonds communs de placement dans la mesure où elles regroupent les fonds des investisseurs pour constituer de gros portefeuilles. Une différence critique entre une société d'investissement allemande et un fonds de placement nord-américain est que les investisseurs, dans le modèle allemand, ne sont pas actionnaires et n'ont aucun droit de vote. Les investisseurs passent un contrat avec la société d'investissement de la banque, lequel précise les frais de gestion, etc. La loi allemande permet à une société d'investissement de modifier ces contrats pourvu que l'organisme fédéral responsable de la surveillance des banques approuve les modifications. La banque est l'actionnaire majoritaire de la société d'investissement et elle exerce les droits de vote rattachés aux actions détenues par celle-ci.

Cela signifie que les banques contrôlent la majorité du capital-actions de la plupart des grandes sociétés allemandes, comme il ressort du tableau 1. Manifestement, le pouvoir de régie sur les entreprises en Allemagne est effectivement concentré entre les mains des dirigeants des grandes banques. Les autres actionnaires ne comptent pas, à toute fin pratique. Il n'y a pas de caisses de retraite en Allemagne parce que les pensions sont structurées selon le mode de financement par répartition et sont garanties par l'État fédéral. Les compagnies d'assurance sont généralement affiliées à des banques. Les investisseurs institutionnels autres que les banques et leurs filiales ne constituent pas une force dominante. Enfin, la loi allemande permet aux gestionnaires de priver de leurs droits les actionnaires dissidents aux assemblées annuelles, de sorte que la critique de la politique de l'entreprise est quelque peu étouffée. À tout événement, ces critiques portent habituellement sur des questions de « rectitude

FIGURE 1

STRUCTURE REPRÉSENTATIVE D'UNE BANQUE UNIVERSELLE ALLEMANDE



NOTA : La structure de propriété intersociété représentative des banques iniverselles allemandes comprend une « société d'investissement » affiliée qui regroupe les fonds des petits investisseurs en vue de détenir un important portefeuille d'actions. La banque universelle exerce habituellement tous les droits de vote rattachés aux actions détenues par sa société d'investissement. Le sens des flèches indique la propriété.

politique », telles que le racisme ou l'environnement, et n'abordent pas la question de la compétence ou du rendement des gestionnaires.

On peut affirmer que l'Allemagne a aussi contribué à la fois activement et passivement à supprimer les marchés financiers, qui sont les principaux concurrents des banques dans les autres pays. La suppression active prend la forme d'impôts écrasants sur les gains en capital qui ont pour effet d'inciter les banques à conserver leurs participations au capital-actions des entreprises et d'entraver le développement de marchés des valeurs mobilières dynamiques. La suppression passive prend la forme de normes de divulgation peu contraignantes et d'une attitude tolérante à l'égard des transactions d'initiés. Ainsi, les marchés financiers relativement primitifs que l'on retrouve en Allemagne laissent aux banques un pouvoir immense, pratiquement par défaut.

L'opportunité laissée aux banques d'abuser de leur position est immense. La concurrence sur les marchés de produits entre les banques et leurs filiales d'investissement n'est pas très grande. Aucune comparaison fiable du rendement

TABLEAU 1

DROITS DE VOTE EXERCÉS PAR LES BANQUES LORS DES ASSEMBLÉES GÉNÉRALES DES PLUS GRANDES SOCIÉTÉS NON BANCAIRES ALLEMANDES À PROPRIÉTÉ DISPERSÉE EN 1992

ENTREPRISE	PARTICIPATION DIRECTE DES BANQUES	PARTICIPATION DES FILIALES DE PLACEMENT	VOTES PAR PROCURATION CONTRÔLÉS PAR LES BANQUES	CONTRÔLE TOTAL EXERCÉ PAR LES BANQUES
Siemens	–	9,87	85,81	95,48
Volkswagen	–	8,89	35,16	44,05
Hoechst	–	10,74	87,72	98,46
BASF	0,09	13,81	81,01	94,71
Bayer	–	11,23	80,09	91,32
Thyssen	6,77	3,82	34,98	45,37
VEBA	–	12,82	78,23	90,85
Mannesmann	–	7,78	90,35	98,11
MAN	8,67	12,69	28,84	48,20
Preussag	40,65	4,51	54,30	99,48
VIAG	10,92	7,43	30,75	49,10
Degussa	13,65	8,65	38,35	60,65
AGIV	61,19	15,80	22,10	99,09
Linde	33,29	14,68	51,10	99,07
Deutsche Babcock	3,22	11,27	76,09	90,58
Schering	–	19,71	74,79	94,50
KHD	59,56	3,37	35,03	97,96
Bremer Vulkan	–	4,43	57,10	61,53
Strabag	74,45	3,62	21,21	99,28
Moyenne	13,02	10,11	60,95	84,09

NOTA : Comprend les actions détenues par les banques pour leur propre compte, les droits de vote des dépositaires obtenus par procuration et les actions détenues par les fonds d'investissement affiliés aux banques. Les chiffres sont exprimés en pourcentage de la totalité des actions représentées à l'assemblée annuelle.

SOURCE : Baums, 1995.

des sociétés d'investissement allemandes n'est divulguée au public. La réputation de la banque est vue comme une garantie contre l'incompétence ou la fraude. Mais il y a sûrement des cas où les intérêts de la banque comme créancière entrent en conflit avec les intérêts de ses investisseurs. Puisque les dividendes des banques provenant de leurs sociétés d'investissement peuvent être gonflés par des pratiques telles que la multiplication des opérations, etc., il semble qu'il y ait là une autre possibilité de conflits d'intérêts[4]. En outre, les banques et leurs sociétés d'investissement peuvent s'échanger mutuellement des blocs d'actions dans des transactions privées et les honoraires versés par les sociétés d'investissement à leurs banques pour des services divers ne sont que faiblement réglementés; ils offrent donc une autre avenue pour faire des transactions avec lien de dépendance qui risquent d'être préjudiciables aux petits investisseurs. Baums (1995) note que les sociétés d'investissement des banques allemandes

achètent souvent des blocs d'actions souscrites par leurs sociétés mères et il évoque la possibilité que les banques allemandes se défasse ainsi de titres de mauvaise qualité en les refilant aux petits investisseurs. Selon lui, la loi allemande n'a pas été très efficace pour prévenir de telles pratiques.

La régie d'entreprise en Allemagne est donc entièrement aux mains des grandes banques du pays. Dans quelle mesure ce système donne-t-il de bons résultats ? Kaplan (1993) constate que les administrateurs allemands avaient une sécurité d'emploi beaucoup plus grande que leurs homologues américains; le taux de roulement des membres de l'*Aufsichtsrat*, ou conseil de surveillance, n'est pas lié au rendement de l'entreprise; par ailleurs, le roulement des membres du *Vorstand*, ou conseil de direction, est quelque peu lié à l'évolution du cours des actions, mais davantage à de piètres résultats. On peut penser que si les banques interviennent pour discipliner les gestionnaires des entreprises non financières, elles le font principalement dans la perspective des créanciers – et non celle des actionnaires.

Même en supposant qu'il n'y ait pas de conflits d'intérêts entre les banques et les investisseurs, ce système repose sur la qualité de la haute direction des banques allemandes. L'incompétence aux postes de commande d'une grande banque pourrait ainsi engendrer un effet de domino de mauvaise gestion. Malheureusement, les gestionnaires des banques sont entièrement à l'abri d'une éventuelle surveillance. Prises globalement, les grandes banques allemandes contrôlent la majorité de leur capital-actions, comme il ressort du tableau 2.

Dans l'ensemble, le système bancaire allemand semble être singulièrement mal adapté pour jouer un rôle de régie. Si les grandes entreprises allemandes ont prospéré dans le cadre du système en place au cours de la période d'après-guerre, des signes de tension commencent à se manifester. En 1982, la

TABLEAU 2

DROITS DE VOTE DES CINQ PLUS IMPORTANTES SOCIÉTÉS BANCAIRES À CAPITAL-ACTIONS LORS DE LEUR ASSEMBLÉE ANNUELLE DES ACTIONNAIRES EN 1992 (EN POURCENTAGE)

BANQUE	DEUTSCHE BANK	BANQUE DRESDNER	COMMERZ-BANK	BAYR. VEREINSB.	BAYR. HYPO.	ENSEMBLE DES BANQUES
Deutsche Bank	32,07	14,14	3,03	2,75	2,83	54,82
Banque Dresdner	4,72	44,19	4,75	5,45	5,04	64,15
Commerzbank	13,43	16,35	18,49	3,78	3,65	55,70
Bayr. Vereinsb.	8,80	10,28	3,42	32,19	3,42	58,11
Bayr. Hypo.	5,90	10,19	5,72	23,87	10,74	56,42

NOTA : Comprend des droits de vote des dépositaires et les actions détenues par les fonds d'investissement affiliés. Les chiffres sont exprimés en pourcentage de la totalité des actions représentées à l'assemblée annuelle.
SOURCE : Baums, 1995.

banque *Schröder Münchmeyer Hengst* s'est effondrée en raison de la participation importante qu'elle avait prise dans l'entreprise de machines IBH-Holdings, qui était lourdement endettée et qui a fait faillite lorsque le marché de la construction et des machines agricoles a fléchi. Les débâcles financières récentes mettant en cause la gigantesque entreprise allemande de promotion immobilière *Jürgen Schneider* et le géant des métaux *Metallgesellschaft* AG, qui a ébranlé la *Deutsche Bank* elle-même, ont soulevé des inquiétudes en Allemagne au sujet de la possibilité que les banques allemandes ne puissent surveiller adéquatement les initiatives des gestionnaires des entreprises. S'interrogeant sur cette question, le chroniqueur financier Günther Ogger a relaté l'incompétence des banquiers allemands dans son best-seller intitulé *Nieten in Nudelstreifen*. En 1994, en réponse aux préoccupations du public, les sociaux-démocrates ont proposé le *Bundestagsdrucksache 13/367*, dans lequel on préconise une limite de 5 p. 100 à la participation au capital-actions de sociétés non financières par des banques et la divulgation obligatoire de toute participation au capital-actions supérieure à 3 p. 100 (le seuil est de 20 p. 100 à l'heure actuelle).

LE SYSTÈME BANCAIRE JAPONAIS

À LA SUITE DE LA RESTAURATION *MEIJI* de 1868 au Japon, le pays a imité ce qu'il considérait comme étant les meilleurs éléments de plusieurs pays occidentaux. Le Japon a pris comme modèle le système bancaire allemand, en dépit de l'effondrement, l'année précédente, du Crédit Mobilier (qui avait servi de modèle au système allemand). La caractéristique du système allemand qui attirait les Japonais était la même que celle qui avait plu à Bismarck : le contrôle exercé par les banques sur l'affectation du capital permettait de mettre le pouvoir économique à l'abri des ennemis politiques. Les entreprises allemandes et japonaises se modernisaient en dépit de l'opposition concertée des classes aristocratiques qui cherchaient à conserver leurs droits acquis. Bien entendu, les banques n'étaient pas toujours des alliées idéologiques. La *Deutsche Bank* était aussi appelée la *die rote Bank*, et, en 1848, David Hausemann, fondateur de la *Diskonto-Gesellschaft*, était un dirigeant de gauche. Bismarck était certes plus préoccupé par le contrôle de l'armée que des banques; *Gegen Demokraten helfen nur Soldaten!* (contre les démocrates, seuls les soldats sont utiles).

Avant 1945, l'économie japonaise se caractérisait par des groupes d'entreprises industrielles appelés *zaibatsu*, souvent organisés autour d'une banque et contrôlés par une puissante famille *Meiji*[5].

Lorsque le groupe était hautement profitable, la banque investissait les fonds excédentaires ailleurs dans l'économie. Ces banques, que nous appellerons banques *zaibatsu*, étaient notamment Mitsubishi, Mitsui et Sumitomo, qui n'accordaient qu'entre 10 et 20 p. 100 de leurs prêts aux entreprises affiliées. Elles étaient bien diversifiées et ont survécu aux difficultés financières des années 20 et 30.

D'autres groupes d'entreprises japonaises avaient un plus grand besoin de capital extérieur et ont eu recours à leurs banques pour lever les fonds requis. Ces banques captives, appelées banques « organes », étaient peu diversifiées. Ainsi, 94 p. 100 des prêts de la banque Nakazawa étaient accordés à des initiés, contre 75 p. 100 dans le cas de la banque Watanabe. Avant leur effondrement en 1927, 72 p. 100 des prêts de la banque captive du groupe Suzuki, la banque Taïwan, avaient été consentis à des entreprises du groupe, tandis que 75 p. 100 des prêts de la banque Jugo, du groupe Matsukata, avaient été accordés à des entreprises affiliées. Lors de la crise de 1927, déclenchée par les fraudes financières de M^me^ Ione Suzki et la fermeture de la banque Tokyo Watanabe, 37 banques ont fait faillite. Toutes étaient des banques « captives ». Il est remarquable que ces banques aient détenu moins d'actions (environ 15 p. 100 de la valeur de leurs prêts), que les banques *zaibatsu* hautement diversifiées (environ 21 p. 100).

Une autre vague de faillites bancaires est survenue lorsque la grande dépression a frappé le Japon. En 1930, 19 banques ont fait faillite, puis 33 en 1931 et 13 autres en 1932. Encore une fois, les grandes banques diversifiées *zaibatsu* ont survécu, mais les banques « captives » ont été anéanties; comme par le passé, les placements en actions étaient inférieurs dans les banques qui se sont effondrées.

Après la Deuxième Guerre mondiale, la force d'occupation américaine au Japon a supervisé une réforme à grande échelle du système financier japonais. On a interdit aux banques de souscrire des émissions de valeurs mobilières. Même si le gouvernement des États-Unis a exercé des pressions considérables pour interdire complètement la participation des banques au capital-actions de sociétés non financières (comme cela était la pratique aux États-Unis), les Forces alliées se sont prononcées éventuellement contre une telle mesure. La participation des banques au capital-actions d'autres entreprises a été limitée à 10 p. 100 et on a ordonné aux entreprises *zaibatsu* de se défaire des participations qu'elles possédaient dans leur capital-actions respectif. (Une autre réduction de 5 p. 100 a été mise en œuvre entre 1977 et 1987.) En conséquence, au cours de la période qui a suivi immédiatement la guerre, les grandes entreprises japonaises ont été, dans une large mesure, à propriété dispersée. La reconstruction qui a suivi la guerre a aussi été marquée par des taux d'intérêt élevés et le faible prix des actions. Sheard (1991) a relaté une série de tentatives de prises de contrôle hostiles durant cette période. Immédiatement avant la fin de l'occupation des États-Unis en 1952, des entreprises japonaises ont commencé à acheter réciproquement leurs actions dans le but explicite de prévenir les prises de contrôle hostiles (Sheard (1991). Cela a entraîné une hausse considérable des participations inter-sociétés parmi les anciennes *zaibatsu* qu'étaient Mitsubishi, Mitsui et Sumitomo, entre 1949 et 1951. À la fin des années 60, une nouvelle vague de tentatives de prises de contrôle et d'opérations de chantage à l'OPA a accéléré les achats réciproques d'actions parmi les entreprises japonaises, notamment celles appartenant aux nouveaux groupes bancaires

émergents, soit Sanwa, Fuji, Daiichi et Kangyo. Ce mouvement est à l'origine des regroupements actuels d'entreprises japonaises appelés *keiretsu* qui, collectivement, détiennent des blocs majoritaires de leur capital-actions. Les groupes d'entreprises comptant parmi leurs membres une grande banque sont appelés des *keiretsu financiers*. Morck et Nakamura (1994) font valoir que les *keiretsu* sont apparus principalement pour faire obstacle aux prises de contrôle.

L'efficacité des *keiretsu* comme arme de lutte contre les prises de contrôle est illustrée par la tentative du financier américain T. Boone Pickens pour prendre le contrôle de l'entreprise japonaise *Koito* en 1990. Pickens a accumulé des actions sur le marché jusqu'à ce qu'il soit, de loin, le plus important actionnaire de la société; pourtant, il a été incapable d'obtenir même un siège au conseil d'administration de celle-ci. Ensemble, les autres entreprises du *keiretsu* détenaient une majorité du capital-actions de la société *Koito*, et, de concert, elles ont bloqué toutes les initiatives de Pickens.

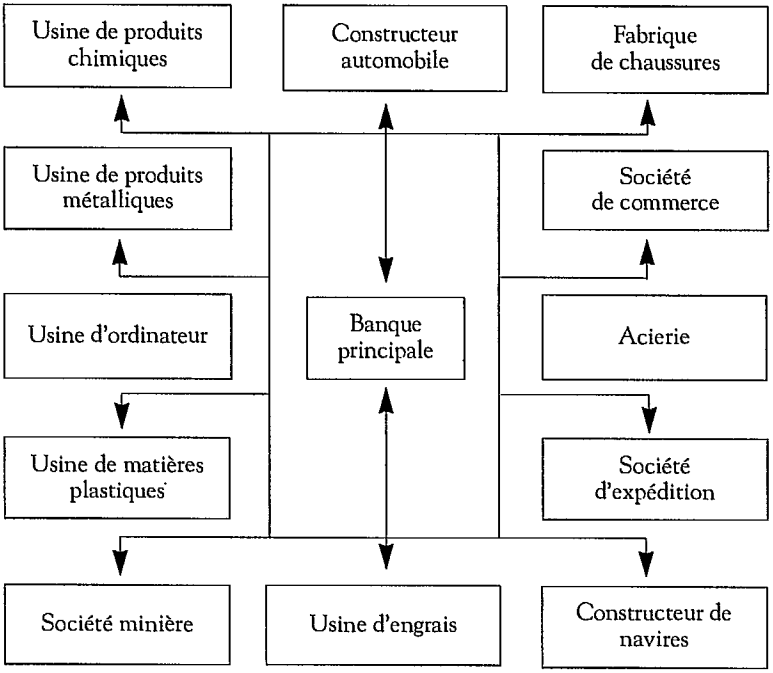
Les banques jouent un rôle en matière de régie des entreprises dans le Japon contemporain. Morck et Nakamura (1994) montrent que de nouveaux représentants des banques sont nommés au conseil d'administration des entreprises japonaises lorsque leur rendement financier laisse à désirer. Kaplan et Minton (1994) corroborent ces conclusions et montrent que la nomination de banquiers s'accompagne d'un roulement plus élevé des principaux dirigeants. Cela est confirmé par les travaux de Kang et Shrivdasani (1995) et concorde avec l'exercice, par les banques, d'un plus grand rôle de régie dans les entreprises en difficulté. Mais tant Morck et Nakamura (1994) que Kaplan et Minton (1995) constatent que les indicateurs de difficulté de remboursement des prêts contractés, plutôt que les indicateurs généraux de la santé financière, sont les meilleurs paramètres de prévision de l'attention accrue des banques. Le plus souvent, les banques japonaises semblent se soucier relativement peu du bien-être des petits actionnaires ou des décisions des gestionnaires.

En outre, la mondialisation et la déréglementation des marchés des valeurs mobilières semblent avoir pour effet d'affaiblir le rôle que les banques japonaises peuvent jouer au niveau de la régie d'entreprise. Hoshi et coll. (1993) affirment qu'au cours des dernières années, les grandes entreprises les plus profitables au Japon semblent avoir réduit leur dépendance à l'égard des banques et s'être tournées vers les marchés financiers pour obtenir les fonds dont elles ont besoin. Cela concorde avec l'opinion selon laquelle la réglementation financière au Japon protège simultanément les banques et restreint les activités des autres entreprises sur les marchés de capitaux.

À l'instar des banques allemandes, les banques japonaises ne peuvent faire l'objet d'une prise de contrôle. Elles sont protégées par le même réseau de propriété intersociétés qui met à l'abri les entreprises industrielles. En outre, les plus importants actionnaires des grandes banques japonaises sont les compagnies d'assurance-vie qui leur sont affiliées. Étant donné que ces entreprises ont une structure de propriété « mutuelle » (c'est-à-dire, que les détenteurs de

FIGURE 2

STRUCTURE REPRÉSENTATIVE D'UN *KEIRETSU* FINANCIER JAPONAIS



NOTA : Dans un *keiretsu* financier japonais, les entreprises du groupe détiennent des participations réciproques à leur capital-actions, les banques étant empêchées par la loi de détenir plus de 5 p. 100 du capital-actions de toute société non financière. Ensemble, les participations des entreprises du *keiretsu* représentent habituellement un bloc de contrôle.

police en sont les propriétaires), elles ne sont pas inscrites aux bourses de valeurs mobilières et sont donc essentiellement contrôlées par leurs dirigeants.

LES BANQUES ET LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

LES BANQUES CANADIENNES FIGURENT PARMI les plus grandes entreprises au monde[6]. En raison de leur réseau étendu de succursales, elles ont atteint une importance économique qui dépasse de loin celui des banques commerciales aux États-Unis. Selon Breckenridge (1910), le système bancaire canadien fondé sur des réseaux de succursales dans l'ensemble du pays découle de l'adoption délibérée de la vision qu'avait Alexander Hamilton du système bancaire

aux États-Unis. Mais cette philosophie de liberté bancaire n'a pas pris racine ici. (Une brève expérience en ce sens en Ontario n'a pas eu beaucoup de succès.) Les chartes accordées par le Parlement aux premières banques canadiennes au début des années 1800 limitaient leurs activités à l'émission de billets et aux prêts commerciaux dans des succursales multiples et prévoyaient la remise de rapports périodiques au gouvernement. Après la Confédération, ces activités ont été régies par la *Loi sur les banques* de 1871 et les révisions apportées à chaque 10 ans par la suite. La tendance générale de ces révisions a été d'élargir la portée des activités que peuvent mener les banques.

En 1907, une crise financière qui a menacé la stabilité des banques est survenue lorsque de nombreux agriculteurs endettés ont subi de mauvaises récoltes. Cela a forcé le gouvernement fédéral à injecter des liquidités et a ravivé sa préoccupation au sujet de la stabilité du système. Au début des années 20, le Canada a traversé une récession et la faillite de la Banque Home en 1923 a incité les autorités à exercer une surveillance plus étroite. De nombreuses banques sont devenues déficitaires et se sont fusionnées avec d'autres. Le nombre de banques à charte a diminué des deux tiers, à seulement 10 au cours des années 20. Des noms aussi connus que la Banque de Hamilton, la Banque d'Ottawa et la Banque Molson sont disparus.

Même si 27 banques ont fait faillite au Canada entre 1867 et 1940 (Kryzanowski et Roberts, 1994), aucune n'a subi ce sort durant la Grande Dépression. Ce dernier fait est peut-être à l'origine de la réputation exagérée de stabilité dont jouit le système bancaire canadien. Kryzanowski et Roberts (1994) décrivent les preuves documentaires qu'ils ont recueillies en indiquant que le gouvernement canadien a donné sa garantie implicite entière à toutes les banques au lendemain de la faillite de la Banque Home en 1923. Ils ont aussi montré que toutes les banques, sauf une, étaient techniquement insolvables durant les années 30 et n'ont survécu qu'à cause de la bienveillance des responsables de la réglementation. Les banques canadiennes constituent donc un mauvais exemple pour les partisans de services bancaires multi-succursales lorsqu'ils invoquent la plus grande stabilité comme l'une des vertus de ces systèmes.

Les banques canadiennes étaient très conservatrices sur la question de l'extension de la définition de « services bancaires » au cours de la période qui a suivi immédiatement la Deuxième Guerre mondiale. En 1944, on avait offert aux banques le secteur des prêts hypothécaires mais elles l'ont collectivement refusé. Ce n'est qu'en 1954 qu'elles ont commencé à administrer des prêts hypothécaires consentis en vertu de la LNH. Les prêts hypothécaires classiques n'ont fait partie des services offerts par les banques qu'à compter de 1967.

Dans les années 60 et 70, le système financier canadien a été compartimenté en cinq groupes fonctionnels (appelés les « quatre piliers » du système financier) : les banques à charte, les sociétés de fiducie et de prêt hypothécaire, le mouvement du crédit coopératif, les compagnies d'assurance-vie et les courtiers en valeurs mobilières (Freedman, 1992). Cette division était renforcée par la

réglementation fédérale des banques à charte et la réglementation provinciale des sociétés de courtage de valeurs mobilières. Mais ces distinctions se sont estompées progressivement, à mesure que les innovations adoptées par différentes institutions financières ont empiété sur le territoire des autres. Ainsi, les banques à charte ont accru leurs activités dans le secteur du prêt hypothécaire, tandis que les sociétés de fiducie et les caisses d'épargne et de crédit ont commencé à offrir des services bancaires commerciaux et que les polices d'assurance-vie ont commencé à ressembler de plus en plus à des dépôts à terme.

Néanmoins, la mise en place d'un régime d'assurance-dépôts en 1967 a créé une différence fondamentale entre les banques et les autres sociétés financières qui a été jusqu'à ce jour impossible à effacer sur le plan politique. La même année, une limite de 10 p. 100 a été imposée sur le pourcentage du capital-actions avec droit de vote des sociétés non financières que pouvaient détenir les banques, sauf pour les très petites entreprises et pour les actions déposées en garantie. Auparavant, il ne semble y avoir eu aucune règle explicite empêchant les banques d'acquérir des participations importantes au capital-actions d'autres entreprises, même si les banques n'ont pas profité de cette situation. Même aujourd'hui, cette limite de 10 p. 100 est considérée généreuse en comparaison de celle de 5 p. 100 qui s'applique au Japon. Pourtant, les banques canadiennes ne détiennent collectivement que très peu d'actions, soit environ 10,4 milliards de dollars, sur un actif total de 800 milliards de dollars[7]. La raison donnée par les professionnels et les représentants de la Banque du Canada est que « la détention d'actions ne fait pas partie des activités d'une banque ».

Dans les années 80, il est devenu apparent que l'évolution de la situation démographique commencerait bientôt à limiter les perspectives de prêt des banques, à mesure que la clientèle issue du boom des naissances avançait en âge et enregistrait une épargne nette. Les banquiers ont commencé à craindre (avec raison) que les prêts hypothécaires et les autres activités traditionnelles des banques deviennent des industries de faible croissance. De plus, l'admission de filiales de banques étrangères (les banques de l'annexe II) au Canada à la suite des révisions apportées à la *Loi sur les banques* de 1981 a accentué la concurrence dans les services bancaires commerciaux, alors que le nombre de banques à charte a augmenté pour atteindre 66 en 1991. Enfin, aux termes de l'Accord de libre-échange Canada-États-Unis et de l'Accord de libre-échange nord-américain, la nouvelle réglementation fédérale doit accorder le « traitement national » aux institutions financières.

En outre, l'inflation et la volatilité des taux d'intérêt ont contribué à rendre plus risquées les activités traditionnelles de dépôt et de prêt des banques. De nouveaux produits financiers ont été mis au point pour gérer ce risque, mais les innovations de ce genre faisaient partie du domaine d'activité traditionnel des sociétés de courtage de valeurs mobilières et non de celui des banques. De fait, la tendance mondiale vers la titralisation menace les activités traditionnelles d'intermédiation financière des banques (comme les dépôts et les prêts). Les prêts hypothécaires, les prêts aux étudiants et peut-être bientôt les prêts aux

petites entreprises sont convertis en valeurs mobilières et vendues à des investisseurs. Cette tendance va probablement s'accélérer après l'adoption, en 1995, d'une taxe sur le capital des banques au Canada. Dans l'ensemble, ces mouvements font poindre un déclin à long terme des activités bancaires traditionnelles. Ainsi, de fortes pressions en vue d'une déréglementation du secteur financier se sont exercées durant les années 80, principalement de la part des banques à charte. Craignant la domination des banques, les autres institutions financières, en particulier les compagnies d'assurance, se sont opposées à cette déréglementation.

À la fin des années 80, diverses mesures provisoires ont été adoptées pour permettre aux banques d'acheter des sociétés de courtage de valeurs mobilières et des sociétés de fiducie et pour entrer sur le marché de la promotion immobilière. Ces mesures ont été consolidées dans les révisions apportées à la *Loi sur les banques* de 1991, qui comprenaient également la suppression des exigences en matière de réserves. Toutes les institutions financières sont maintenant libres d'évoluer dans tous les segments du secteur des services financiers, à la seule exception du secteur des assurances qui, en raison d'un intense effort de lobbying, est protégé par des règles empêchant les banques de vendre de l'assurance dans leurs succursales et d'utiliser les données sur leurs clients pour cibler l'effort de vente de polices d'assurance. Les banques ont aussi été écartées du secteur de la location-bail de voitures. Toutes les grandes maisons de courtage de valeurs mobilières au Canada sont maintenant des filiales de banques à charte, comme c'est le cas aussi de nombreuses grandes sociétés de fiducie.

Les banques à charte canadiennes sont actuellement bien représentées au conseil d'administration des plus grandes sociétés non financières du pays[8]. Des 500 plus grandes entreprises recensées par le *Financial Post* en 1994, 37 comptaient des hauts dirigeants des principales banques à charte à leur conseil d'administration. Le tableau 3 fait voir certaines mesures approximatives de la croissance, de la rentabilité, de l'utilisation de la main-d'œuvre, de la taille et de la propriété des entreprises canadiennes avec et sans banquier à leur conseil d'administration. Les entreprises qui comptent parmi leurs administrateurs des banquiers croissent plus lentement et sont moins profitables; leurs travailleurs engendrent un volume de vente moins élevé par tête et elles ont un coefficient moins élevé de capital; elles sont beaucoup plus grandes du point de vue du chiffre d'affaires, du nombre d'employés et de l'actif et ont tendance à avoir un capital-actions plus largement dispersé[9]. Ces données n'indiquent pas clairement si des banquiers sont nommés administrateurs en réaction à un déclin du rendement de l'entreprise, comme c'est le cas au Japon, ou s'ils sont tout simplement plus enclins à accepter une nomination honorifique au conseil d'administration d'une entreprise de grande taille, à faible croissance et moins rentable. À tout événement, il ne semble pas y avoir de corrélation entre la présence d'un banquier au conseil d'administration et une performance supérieure dans

TABLEAU 3

RENDEMENT FINANCIER ET CARACTÉRISTIQUES DES ENTREPRISES CANADIENNES AYANT ET N'AYANT PAS DE DIRIGEANT DE BANQUE À LEUR CONSEIL D'ADMINISTRATION

CARACTÉRISTIQUE	ENSEMBLE DE L'ÉCHANTILLON		AUCUN BANQUIER AU CONSEIL		BANQUIER SIÉGEANT AU CONSEIL		TEST T, NIVEAU DE PROBABILITÉ
Croissance de ventes (%)	11,4	(492)	11,7	(455)	7,07	(37)	0,19
Croissance de l'actif (%)	10,4	(460)	11,0	(423)	3,41	(37)	0,01[a]
Croissance du bénéfice (%)	141,0	(256)	131,0	(247)	275,00	(18)	0,52
Croissance du bénéfice sur cinq ans (%)	180,0	(254)	197,0	(234)	−17,6	(20)	0,01[a]
Rendement sur l'investissement (%)	13,7	(334)	14,0	(306)	10,7	(28)	0,05[b]
Rendement sur l'avoir propre (%)	11,4	(293)	11,7	(269)	9,04	(24)	0,04[b]
Bénéfice/actif (%)	3,06	(399)	3,11	(365)	0,55	(34)	0,37
Bénéfice/ventes (%)	2,97	(404)	2,99	(370)	2,78	(34)	0,80
Bénéfice/travailleur ($)	39,4	(391)	41,62	(357)	15,6	(34)	0,23
Ventes/travailleur ($)	2 158	(485)	2 305	(448)	389	(37)	0,03[b]
Actif/travailleur ($)	2 709	(454)	2 895	(417)	601	(37)	0,07[c]
Ventes($)	1 079	(500)	922	(463)	3 042	(37)	0,01[a]
Masse salariale ($)	4 710	(485)	3 981	(448)	13 543	(37)	0,01[a]
Actif ($)	1 547	(466)	1 393	(429)	3 343	(37)	0,01[a]
Propriété étrangère (%)	34,6	(500)	34,20	(500)	38,90	(37)	0,53
Propriété par des initiés (%)	67,7	(499)	69,30	(462)	48,80	(37)	0,01[a]

NOTA : a Statistiquement significatif au niveau de probabilité de 99 p. 100.
b Statistiquement significatif au niveau de probabilité de 95 p. 100.
c Statistiquement significatif au niveau de probabilité de 90 p. 100.
Les données correspondent aux exercices se terminant en 1994. Les taux de croissance sont de 1993 à 1994. La croissance des bénéfices sur cinq ans vise la période 1989 à 1994.

l'ensemble. Des recherches techniques plus poussées se poursuivent actuellement dans ce domaine.

Depuis longtemps, la propriété de toutes les banques à charte du Canada est largement dispersée. Cette situation est protégée par des plafonds légiférés sur l'exercice des droits de vote qui empêchent tout actionnaire d'acquérir une participation supérieure à 10 p. 100. Ainsi, à l'instar de leurs rivales allemandes et japonaises, les banques à charte canadiennes ne peuvent faire l'objet d'une prise de contrôle. D'autres institutions financières au Canada peuvent être détenues par quelques actionnaires et, dans la recherche d'un traitement égal pour toutes les institutions financières, la déréglementation de ce secteur pourrait

éventuellement nécessiter l'abolition de ces limites sur l'exercice des droits de vote. Mais ce n'est pas le cas. Plutôt, la propriété des actions de toute institution financière fédérale dont le capital dépasse 750 millions de dollars doit être dispersée dans une proportion de 35 p. 100 d'ici 1996 et de 100 p. 100 d'ici l'an 2001. Seules les banques contrôlées par des sociétés financières à propriété dispersée peuvent avoir un nombre restreint d'actionnaires. Les institutions de petite taille et celles constituées en vertu de la loi provinciale peuvent figurer à l'annexe II et être ainsi exemptées de l'obligation d'avoir une propriété dispersée.

Ces règles de propriété sont raisonnables dans la mesure où elles préviennent la formation de banques « captives » comme celles affiliées à des sociétés non financières qui ont été si désastreuses durant la période d'avant-guerre au Japon. Mais en isolant la direction des banques de l'annexe I du marché du contrôle des sociétés et de la surveillance exercée par un actionnaire important, la *Loi sur les banques* garantit presque à coup sûr que ces banques canadiennes éprouveront des problèmes de régie semblables à ceux qui handicapent les grandes entreprises américaines à propriété dispersée. Si une vérification plus rigoureuse et la présence d'administrateurs externes au conseil des banques peut assurer un certain contrôle sur les dirigeants, on peut douter de la capacité du système, dans son ensemble, de discipliner les gestionnaires dont le rendement est insuffisant.

Enfin, la précipitation avec laquelle les banques à charte tentent actuellement de diversifier leurs activités dans les secteurs de l'assurance, de la location-bail, des valeurs mobilières, etc. est en soi inquiétante. Dans d'autres secteurs, la diversification est devenue une pratique presque à proscrire. Morck, Shleifer et Vishny (1990) montrent que lorsque les entreprises industrielles font des tentatives de prise de contrôle pour diversifier leurs opérations, le cours de leurs actions chute rapidement. Ailleurs dans l'économie, les entreprises retournent à leur secteur d'activité principal et se départissent des opérations qui ne s'y rattachent pas. Les entreprises diversifiées sont maintenant considérées comme des échecs coûteux sur le plan de la régie d'entreprise et elles sont démantelées. Une bonne partie des activités de prise de contrôle en Amérique du Nord ces dernières années a porté sur le transfert d'éléments d'actif de ces entreprises diversifiées à d'autres qui se spécialisent dans des secteurs donnés. Pourquoi, donc, les banques cherchent-elles à mettre en place des conglomérats alors que, partout ailleurs, la tendance est à un retour aux activités fondamentales ?

Une réponse possible est que les activités bancaires traditionnelles engendrent des rentrées de fonds importantes (sauf lors d'une crise de l'endettement comme il en survenu en Amérique latine), mais offrent des perspectives limitées de croissance. Les banques suivent donc la voie tracée par les entreprises de fabrication de produits du tabac et les aciéries en tentant de se diversifier vers des secteurs d'activité à forte croissance. Lorsque les entreprises d'une industrie en déclin tentent d'« acheter » la croissance en acquérant des

entreprises qui offrent de meilleures perspectives que les leurs, le prix de leurs actions chute (Morck, Shleifer et Vishny, 1990). Ce genre de comportement dans d'autres secteurs susciterait sans aucun doute des appels en faveur d'une meilleure régie pour forcer les entreprises à retourner les liquidités aux actionnaires sous forme de dividendes.

Les pertes colossales subies sur les prêts consentis aux pays d'Amérique latine, dans le secteur immobilier de Londres ou sur les immeubles à bureaux de New York n'ont pas provoqué le renvoi des hauts dirigeants des banques. De fait, les banques canadiennes semblent avoir adopté une mentalité de « troupeau ». Dans la mesure où toutes les banques font les mêmes placements au même moment, aucun banquier ne peut, individuellement, être blâmé si l'on perd de l'argent. Cette logique ne réussirait guère à convaincre des actionnaires mécontents à ne pas déposer leurs actions lors d'une offre publique d'achat. Le gestionnaire de caisse de retraite canadien Stephen Jarislowsky (1994) relate la conversation suivante : « Après l'assemblée annuelle de la plus grande banque canadienne, la Banque Royale du Canada, j'ai demandé avec une pointe de sarcasme au président directeur général, M. Rowland Frazee : « Que doit-on faire pour être congédié comme chef de la direction d'une banque canadienne ? » Il a répondu « Que voulez-vous dire, Stephen ? »; j'ai ajouté « Rolly, vous avez perdu 1,5 milliard de dollars cette année ». Il a alors répondu : « Je vois ce que vous voulez dire ! ».

LA POLITIQUE GOUVERNEMENTALE DEVRAIT-ELLE INCITER LES BANQUES CANADIENNES À JOUER UN RÔLE SUR LE PLAN DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE ?

LE SYSTÈME FINANCIER CANADIEN EST À UN POINT TOURNANT de son histoire. La déréglementation récente des services financiers a aboli la plupart des contraintes imposées aux banques et une série de prises de contrôle d'autres sociétés financières a considérablement élargi le rôle économique des banques. Simultanément, la régie d'entreprise devient une question de politique importante. Les gestionnaires des caisses de retraite sont de plus en plus critiques à l'égard du mauvais rendement de certaines entreprises et les défenseurs des droits des actionnaires, comme Fairvest, interviennent de plus en plus sur la place publique. Y a-t-il une solution à nos problèmes de régie d'entreprise qui passerait par une extension des fonctions des banques dans l'économie canadienne, semblable à l'expérience observée en Allemagne ou au Japon ?

Nous soutenons que la réponse à cette question est « non », et cela pour trois raisons. Premièrement, comme nous l'avons montré précédemment, les systèmes allemand et japonais éprouvent eux-mêmes de sérieux problèmes. Même si nous pouvions adopter ces modèles immédiatement sans encourir de coût, il est loin d'être évident que cela amènerait une amélioration. Deuxièmement, comme nous l'avons aussi indiqué plus tôt, les banques canadiennes sont tenues, par la loi, d'avoir une propriété dispersée. Ainsi, se trouvant presque

seules dans cette situation parmi les grandes entreprises canadiennes, les banques éprouveront vraisemblablement les mêmes problèmes de régie que ceux qui hantent les grandes entreprises à propriété dispersée aux États-Unis. Confier la régie d'entreprise aux banques reviendrait, non sans quelque malaise, à confier au renard la responsabilité du poulailler. Troisièmement, il y a plusieurs aspects de la vie politique et économique au Canada qui rendent moins intéressant le style de surveillance du secteur bancaire que l'on retrouve en Allemagne et au Japon. Nous abordons maintenant ces questions.

Premièrement, la dimension politique de l'assurance-dépôts doit être prise en considération au moment d'envisager de confier aux banques canadiennes un rôle élargi en matière de régie d'entreprise. Ces dernières années, des économistes ont déploré l'incapacité politique apparente de réduire la portée ou de supprimer l'assurance-dépôts. À notre avis, la popularité de cette mesure devrait être interprétée comme le reflet d'une forte préférence du public pour l'accès facile à une catégorie d'éléments d'actif comportant un risque minimal. La théorie classique du portefeuille concorde certainement avec la notion selon laquelle ces éléments d'actif contribuent au bien-être. Si, pour créer une telle catégorie d'éléments d'actif, le gouvernement garantit une masse importante de créances bancaires (c'est-à-dire, leur passif-dépôts), on peut alors faire valoir que l'actif des banques (c'est-à-dire, les prêts hypothécaires, les prêts et les autres placements) doivent se limiter à des titres pouvant faire l'objet d'un suivi effectif de la part des autorités chargées de la supervision des banques. Une ligne de démarcation explicite serait d'envisager que les placements où des biens matériels sont donnés en garantie sont acceptables, mais que les autres catégories d'actif ne le sont pas. Cela exclut clairement les placements en actions dans le cas des banques.

Un deuxième fait qui distingue les questions de régie au Canada de celles qui ont cours aux États-Unis est que la plupart des entreprises canadiennes sont à propriété restreinte et non dispersée. Morck et Stangeland (1995) montrent que les entreprises canadiennes qui affichent les plus mauvais rendements ne sont pas celles dont la propriété est dispersée mais plutôt celles dont le contrôle appartient à un groupe familial. Shleifer et Vishny (1986) démontrent qu'une participation détenue par un important investisseur de l'extérieur (par exemple, une banque) pourrait améliorer le rendement d'une entreprise à propriété dispersée. Mais les gros investisseurs institutionnels aux États-Unis, par exemple, CalPERS, évitent les entreprises à capital fermé. On peut penser qu'il en est ainsi parce que les investisseurs institutionnels sont moins en mesure d'atténuer les problèmes liés au « retranchement » des gestionnaires que ceux découlant de la propriété dispersée.

En rapport avec ce qui précède, un troisième fait qui distingue la situation canadienne de celle d'Allemagne et du Japon est la présence d'importants investisseurs institutionnels sur notre marché. En raison des plafonds imposés par la loi aux placements à l'étranger, les investisseurs institutionnels comme le régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario (35 milliards de

dollars) sont forcés de prendre d'importantes participations au capital-actions d'entreprises canadiennes. De plus en plus, les caisses de retraite canadiennes s'efforcent d'améliorer la régie des entreprises dans lesquelles elles investissent parce que l'alternative – vendre leur important bloc d'actions sur le marché ouvert – fait fléchir les cours avant que la vente ne soit complétée. Les caisses de retraite tant du secteur privé que du secteur public exercent des pressions de plus en plus grandes sur les gestionnaires des entreprises pour qu'ils améliorent leurs résultats. En Allemagne et au Japon, les régimes de retraite sont gérés selon la formule du financement par répartition, de sorte qu'il n'y a pas, à proprement parler, de caisses de retraite. D'autres institutions financières au Canada, par exemple les fonds de capital de risque, jouent aussi un rôle au niveau de la régie d'entreprise dans d'autres secteurs de l'économie. Kroszner (1995) fait valoir qu'en raison de la présence de ces autres intervenants aux États-Unis, permettre aux banques de détenir des participations au capital-actions contribuerait peu à améliorer la situation. Le même argument s'applique au Canada. De fait, compte tenu des problèmes que pourraient avoir les banques canadiennes elles-mêmes sur le plan de la régie d'entreprise, d'autres investisseurs institutionnels pourraient représenter un meilleur choix pour exercer une surveillance sur les gestionnaires dans 16 p. 100 des grandes entreprises canadiennes dont la propriété est dispersée[10].

Un quatrième fait est que le Canada possède des marchés financiers actifs et qu'il y existe un marché du contrôle des sociétés. Si les prises de contrôle hostiles sont rares, il y en a tout de même. La prise de contrôle par Nova de la société Polysar au terme d'une sollicitation hostile de procurations constitue un bon exemple à cet égard. La récente prise de contrôle adossée de la société Maple Leaf Foods Inc., pour un montant de 1,2 milliard de dollars, par le président directeur général déchu de McCain Foods, Wallace McCain, (avec l'appui du régime de retraite des enseignants et enseignantes de l'Ontario) est un exemple du fonctionnement du marché du contrôle des entreprises. Les restructurations du capital-actions effectuées par la société Hees International Bankcorp dans les années 80 en sont un autre. La plupart des prises de contrôle qui ont lieu au Canada sont amicales étant donné qu'elles visent des entreprises à capital fermé; elles constituent néanmoins une façon de remplacer la haute direction d'une entreprise.

Un cinquième trait du Canada d'aujourd'hui est la présence de marchés financiers et d'investisseurs actifs et avertis. Des organisations telles que Fairvest Securities Corp. et la Canadian Shareholders' Association, interviennent pour défendre les droits des actionnaires contre les pilules empoisonnées qu'adoptent de plus en plus les sociétés à propriété dispersée. Par contre, notamment en Allemagne, le développement des marchés financiers demeure à un stade relativement primitif.

Sixièmement, les banques canadiennes ne semblent pas particulièrement intéressées à détenir des blocs d'actions. Elles semblent plus disposées à diversifier leurs opérations en s'éloignant de leur secteur à faible croissance pour

entrer dans d'autres qui offrent de meilleures perspectives d'expansion, par exemple la titralisation, en imitant les conglomérats financiers de la Grande-Bretagne.

Un dernier aspect politique est la préoccupation déjà considérable des autorités au sujet de la concentration du pouvoir économique entre les mains d'un petit nombre de personnes et de groupes au Canada. En Allemagne, en raison de leur participation à la propriété croisée des entreprises et de leur rôle de fiduciaire, les grandes banques contrôlent indirectement une majorité de leur propre capital-actions avec droit de vote. Au Japon, les banquiers sont protégés par des réseaux de participations croisées au capital-actions qui empêchent les intervenants de l'extérieur d'exercer quelque contrôle que ce soit. Au Canada, les banques sont à l'abri des contraintes de la régie d'entreprise en raison des plafonds imposés par l'État sur l'exercice des droits de vote. Les banques peuvent surveiller d'autres entreprises, mais qui surveillent les surveillants ? Encourager les banques à prendre des participations au capital-actions d'autres entreprises pourrait bien contribuer à renforcer encore davantage la position des gestionnaires canadiens et à aggraver les problèmes politiques qui découlent d'une concentration excessive du pouvoir économique.

CONCLUSIONS ET CHOIX DE POLITIQUE

LES ÉTUDES HISTORIQUES ET LES ANALYSES ÉCONOMÉTRIQUES du secteur bancaire en Allemagne et au Japon indiquent que la vision des banques comme garantes d'une bonne régie d'entreprise relève davantage des chimères des théoriciens de l'économie que de preuves concluantes. Les systèmes allemand et japonais affichent, l'un et l'autre, de sérieuses lacunes.

Le système bancaire canadien a évolué dans une direction différente et les banques canadiennes sont maintenant mal équipées pour assumer un rôle de surveillance des gestionnaires des autres entreprises. On pourrait même affirmer que les banques canadiennes laissent elles-mêmes paraître certains signes de difficulté sur le plan de la régie d'entreprise. Si les banques doivent jouer un rôle en vue d'améliorer la régie interne des autres entreprises, elles doivent d'abord améliorer leur propre bilan à ce chapitre.

Un moyen facile de le faire serait de relever les plafonds imposés sur le pourcentage des votes liés aux actions des banques qui peuvent être exercés par les caisses de retraite *indépendantes* à, disons, 20 p. 100, tout en maintenant le plafond à 10 p. 100, ou en le ramenant peut-être à 5 p. 100 pour tous les autres investisseurs. Les caisses de retraite gérées par des entreprises, ou même par les gouvernements provinciaux, pourraient aussi être assujetties à la limite inférieure. Cela permettrait aux investisseurs institutionnels expérimentés d'exercer une surveillance sur les gestionnaires de banques tout en prévenant la formation de banques « captives ».

Une autre façon d'améliorer la régie interne des banques serait d'ouvrir davantage le système bancaire canadien à la concurrence (peut-être étrangère).

Scholnick (1994) affirme que l'écart moyen entre les taux sur les prêts hypothécaires et les taux offerts sur les CDP au Canada a augmenté, passant d'entre 1 et 2 p. 100 au cours des années 80 à entre 2 et 3 p. 100 durant les années 90, alors que les coûts globaux des services bancaires commerciaux ont diminué légèrement. Cela ne devrait pas survenir dans une industrie concurrentielle. Si les banques peuvent utiliser leur pouvoir de marché pour répercuter aux déposants le coût des erreurs qu'elles commettent sur le plan de la régie interne, elles peuvent ainsi se soustraire aux pressions qui pourraient être exercées par les actionnaires. Avec une concurrence accrue sur le marché des services de dépôt, il serait plus difficile pour les banques commerciales de répercuter leurs coûts aux déposants, forçant ces institutions à se préoccuper de leurs propres problèmes de régie interne.

Si l'on permet aux banques de participer au capital-actions de sociétés non financières au Canada, les responsables de la réglementation devraient faire preuve de vigilance pour protéger tant les déposants que les contribuables. Les éléments de passif apparaissant au bilan d'une banque qui correspondent aux créances d'une entreprise industrielle sont essentiellement les dépôts qu'elle accepte. Les spécialistes de l'économie financière font l'hypothèse que les détenteurs d'obligations émises par des entreprises industrielles assurent une fonction de surveillance hautement spécialisée. Il est peu réaliste de confier un rôle semblable aux déposants des banques qui sont habituellement des investisseurs non avertis. En exprimant leur soutien politique à la notion de l'assurance-dépôts, les déposants canadiens ont indiqué clairement qu'ils voulaient disposer d'un élément d'actif offrant une sécurité maximale sous la forme de comptes bancaires. S'il est vrai que de nombreuses actions sont moins risquées que les obligations brésiliennes ou les placements immobiliers à New York, les actions sont une forme de placement sans garantie. À la lumière de ces observations, une solution qui mériterait d'être étudiée serait de modifier la loi sur la faillite pour accorder aux déposants la priorité absolue dans toute entreprise contrôlée par une banque. Même si une telle mesure a peu de chance d'améliorer la régie interne des banques, elle permettrait à tout le moins de prévenir que les contribuables paient la note, par l'entremise de la Société d'assurance-dépôts du Canada, pour les mauvais placements en actions que pourraient faire les banques.

NOTES

1 Une bonne partie de la discussion historique présentée ici suit fidèlement l'ouvrage de Kleeberg (1987), qui présente un fascinant compte rendu de l'historique des banques universelles en Europe, en s'intéressant plus particulièrement à l'Allemagne. Ses travaux ne sont pas bien connus parmi les économistes, mais devraient l'être.
2 Les dévaluations inspirées d'une politique du « chacun pour soi » qui ont suivi l'effondrement de la livre sterling en septembre 1931 et l'adoption des préférences impériales lors de la Conférence d'Ottawa ont aussi été des événements marquants.
3 Les prochains paragraphes sont largement inspirés des travaux de Baums (1995).
4 La multiplication des opérations consiste à faire des transactions inutiles pour engendrer des commissions au profit des gestionnaires de fonds.
5 L'analyse du système bancaire japonais d'avant-guerre est inspirée des travaux de Hoshi (1995).
6 La description historique des systèmes financiers et bancaires au Canada est inspirée des travaux de Siklos (1994) et de Freedman (1992).
7 *Gazette de la Banque du Canada*, automne 1994.
8 Romano (1993) signale que les banquiers sont aussi bien représentés au conseil d'administration des plus grandes entreprises américaines.
9 Nakatani (1984) constate que les entreprises japonaises appartenant à des *keiretsu* financiers croissent aussi plus lentement et sont moins profitables que celles qui ont des liens moins étroits avec ces banques.
10 Morck et Stangeland (1995) affirment que seulement 16 p. 100 des 550 plus grandes entreprises au Canada en 1989 n'avaient pas d'actionnaire contrôlant plus de 20 p. 100 des actions avec droit de vote.

REMERCIEMENTS

NOUS TENONS À EXPRIMER NOTRE RECONNAISSANCE pour l'aide reçue de Clyde Goodless, de la Banque du Canada, et de John Kleeberg, de l'American Numismatic Society. Les commentaires de Roberta Romano ont été particulièrement utiles. Trevor Katz et Jane Jiang ont fourni une aide précieuse au niveau de la recherche.

BIBLIOGRAPHIE

Baums, T., « Universal Banks and Investment Companies in Germany », document non publié, conférence sur les banques universelles, Salomon Centre, Université de New York, 1995.

_____, « Corporate Governance in Germany, The role of the Banks » document non publié, 1994.

Benston, G., « The Banking and the Securities Industries in Historical Perspective », document non publié, conférence sur les banques universelles, Salomon Centre, Université de New York, 1995.

Breckenridge, R., *The History of Banking in Canada*, U.S. Government Printing Office, Washington (D.C.), 1910.

Calomiris, C., « The Costs of Rejecting Universal Banking: American Finance in the German Mirror, 1870-1914 », document de travail du National Bureau of Economic Research, Cambridge (Mass.), 1992.

Freedman, C., « Universal Banking: The Canadian View », paru dans *Financial Regulations Changing the Rules of the Game*, ouvrage publié sous la direction de Dimitri Vittas, Banque mondiale, Washington (D.C.), 1992, p. 369-390.

Hoshi, T., « Back to the Future: Universal Banking in Japan », document non publié, conférence sur les banques universelles, Salomon Centre, Université de New York, 1995.

Hoshi, T., A. Kashyap et D. Scharfstein, « The Choice Between Public and Private Debt: An Analysis of Post-Deregulation Corporate Financing in Japan », document non publié, 1993.

Jamieson, A., *Chartered Banking in Canada*, The Ryerson Press, Toronto, 1957.

Jarislowsky, S., « Corporate Performance: A Canadian Point of View », *The Edge*, faculté d'administration des affaires, Université de l'Alberta, 1994.

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

Jensen, M. et K. J. Murphy, « Performance Pay and Top Management Incentives », *Journal of Political Economy*, vol. 98, avril 1990, p. 225-264.

Kang, J. et A. Shrivdasani, « Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan », *Journal of Financial Economics*, à paraître, 1995.

Kaplan, S., « Top Executive Turnover and Firm Performance in Germany », document de travail n° 374, C.R.S.P., Université de Chicago, 1993.

Kaplan, S. et B. Minton, « Appointments of Outsiders to Japanese Boards », *Journal of Financial Economics*, vol. 36, 1995, p. 225-258.

Kleeberg, J., « Some Notable German Bank Collapses, and Why They Happened », document non publié, The American Numismatic Society, New York, 1995.

_____, « The Disconto-Gesellschaft and German Industrialization », thèse de doctorat, Université Oxford, 1987.

_____, « Universal Banks: The Sonderweg of German Finance » document non publié, The American Numismatic Society, New York, 1986.

Kroszner, R., « The Evolution of Universal Banking and its Regulations in Twentieth Century America », document non publié, conférence sur les banques universelles, Salomon Centre, Université de New York, 1995.

Kryzanowski, L. et G. Roberts, « Canadian Banking Solvency », *Journal of Money, Credit and Banking*, automne 1994.

Leighton, D. et D. Thain, « The Role of the Corporate Director », *Business Quarterly*, automne 1990.

Mace, M., *Directors: Myth and Reality*, Harvard Business School Press, Cambridge (Mass.), 1986.

McConnell, J. et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, n° 2, 1990, p. 595-610.

Morck, R. et M. Nakamura, « Banks and Corporate Control in Canada », document de travail n° 6-92, Institute for Financial Research, Université de l'Alberta, 1994.

Morck, R., A. Schleifer et R. Vishny, « Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions ? », *Journal of Finance*, mars 1990, p. 31-48.

_____, « Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, septembre 1989, p. 842-852.

_____, « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293-315.

Morck, R. et D. Stangeland, « Corporate Performance and Large Shareholders in Canada », document de travail n° 4-94, Institute for Financial Research, Université de l'Alberta, 1995.

Nakatani, I., « The Economic Role of Financial Corporate Groupings », paru dans *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, document publié sous la direction de M. Aoki, North Holland, Elsevier, 1984, p. 227-258.

Romano, R., « A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Governance », *Yale Law Journal*, vol. 102, 1993, p. 2021-2029.

Scholnick, B., « Commercial Bank Spreads: Evidence from Canada », document de travail, faculté d'administration des affaires, Université de l'Alberta, 1994.

Sheard, P., « The Economics of Interlocking Shareholdings in Japan », *Richerche Economiche*, vol. 45, n^{os} 2-3, 1991, p. 421-448.

Shleifer, A. et R. Vishny, « Large Shareholders and Corporate Control », *Journal of Political Economy*, vol. 95, 1986, p. 461-488.

Siklos, P., *Money, Banking and Financial Institutions: Canada in the Global Environment*, McGraw-Hill Ryerson, Toronto, 1994.

Roberta Romano
Professeur de droit
École de droit de l'Université Yale

Commentaire sur la cinquième partie

LES TROIS ÉTUDES PRÉSENTÉES PENDANT CETTE SÉANCE ont un thème commun qui s'adresse aux responsables des politiques, à savoir qu'une réglementation protectionniste n'a pas pour effet de maximiser le bien-être des citoyens du pays où elle s'applique; par conséquent, dans le contexte des marchés mondiaux actuels, une réglementation moindre est en général préférable à une réglementation plus poussée. Il s'agit de la position adoptée par Morck et Yeung dans leur étude d'une politique publique appropriée pour des filiales étrangères (favoriser l'investissement étranger)[1], par Johnson et Neave dans leur analyse des politiques à l'égard des institutions financières (favoriser des règles de divulgation et une souplesse et une discrétion en matière de surveillance au lieu d'une réglementation plus restrictive)[2], et, bien qu'indirectement, par Morck et Nakamura dans leur étude du système de régie d'entreprise centré sur les banques en Allemagne et au Japon (Morck et Nakamura ne se prononcent pas contre la tendance à la déréglementation visant à permettre aux banques d'investir dans des actions de sociétés, mais plutôt contre une obligation ou une incitation à faire de tels placements)[3].

Je crois qu'on peut tirer une deuxième leçon importante de ces études – une leçon se rapportant directement aux questions de comparaisons de régie d'entreprise soulevées par Morck et Nakamura – qui, à mon avis, est liée aux deux autres études : l'ingéniosité des humains à concevoir leurs institutions privées et leur tendance à atténuer, voire à contourner, les efforts de réglementation. J'ai l'impression que de tels efforts en matière de réglementation ont été déployés au fil du temps; le débat portant sur les comparaisons de régie d'entreprise en est un exemple. Morck et Yeung ainsi que Johnson et Neave font valoir ce point de vue avec vigueur dans leur étude, bien que de façon indirecte : avec la mondialisation de l'économie et l'essor des entreprises financières et manufacturières à vocation multinationale, il est peut-être devenu plus facile de concevoir des innovations institutionnelles qui permettent d'échapper au régime réglementaire d'un pays parce que les entreprises peuvent plus facilement choisir une autre autorité de réglementation en redistribuant leurs activités entre les diverses divisions opérationnelles de l'entreprise.

L'analyse de Morck et Yeung sur les déterminants de l'investissement étranger (volonté de protéger et de rentabiliser des investissements dans certains

actifs incorporels [fondés sur l'information]) et la compétitivité des multinationales (innovation réussie dans un milieu concurrentiel), et leur conclusion à l'effet que le Canada devrait favoriser de tels investissements, me semblent raisonnables et, à mon avis, les économistes ne devraient pas les considérer comme controversées. J'ai peu de chose à ajouter à leur analyse clairvoyante, sauf souhaiter vivement qu'elle soit lue par les responsables des politiques au Canada et à l'étranger qui s'intéressent aux investissements étrangers et qui seraient tentés de les restreindre.

Mais j'ai quelques questions à soulever concernant certains aspects de leur argumentation et de leurs recommandations en matière de politique. Ma première question a trait à la conclusion qu'ils tirent de leur thèse à l'effet que les multinationales doivent innover continuellement. Morck et Yeung laissent entendre que si une multinationale cesse d'innover, ses filiales à l'étranger seront défavorisées par rapport à leurs rivales sur le marché intérieur. Toutefois, il me semble qu'après un certain temps, une filiale étrangère devient une entreprise établie et qu'elle met en valeur ses contacts et ses ressources humaines sur le marché local, ainsi que ses connaissances connexes des conditions locales, qui sont comparables à l'avantage que les entreprises locales possédaient au départ. Il nous faut plus de données sur les coûts comparatifs afin de déterminer si une multinationale doit innover continuellement afin de maintenir la rentabilité de ses filiales existantes ou si les avantages ou l'utilité de cette forme organisationnelle se modifient au fil du temps. Il se peut que les multinationales doivent innover constamment afin de soutenir la concurrence sur les marchés mondiaux, mais le rapport entre l'innovation (continuelle ou non) et la forme organisationnelle à long terme est moins manifeste. Il nous faut d'autres données, en plus de celles utilisées par Morck et Yeung, notamment sur les coûts et les recettes d'exploitation, afin de déterminer les effets qu'un ralentissement de l'innovation au niveau des produits et des procédés a sur les formes organisationnelles des entreprises multinationales. Une multinationale dont le processus d'innovation est arrivé à son terme doit-elle fermer ses filiales existantes et les remplacer par des ententes contractuelles pour soutenir la concurrence sur les marchés internationaux ou doit-elle se retirer complètement de ces marchés ? Dans ce contexte, je ne puis m'empêcher de citer le cas de General Motors, dont la filiale européenne fonctionne extrêmement bien, alors que la société mère éprouve des difficultés aux États-Unis et qu'elle n'a pas été une entreprise qui a innové de façon continuelle.

Ma deuxième question vise le fond de la recommandation des auteurs qui semble laisser croire à la nécessité d'un subventionnement accru de l'État à l'enseignement supérieur. Je me demande si l'éducation est un bien public aussi absolu que Morck et Yeung le laissent entendre pour appuyer cette recommandation. Une part importante de l'éducation, notamment les compétences techniques supérieures que les auteurs mettent en relief, est avant tout un bien privé qui contribue à augmenter le capital humain de la personne et sa valeur sur le marché du travail. Mais il est loin d'être évident que l'État devrait subventionner ce genre

de bien privé, à moins d'obtenir plus de preuves empiriques que Morck et Yeung n'en fournissent – notamment des données permettant d'établir qu'il y a une déficience du marché du capital qui rend extrêmement difficile pour les personnes d'emprunter les sommes nécessaires pour acquérir la formation indispensable à l'exercice d'une profession pertinente. En d'autres termes, l'argument des biens publics me semble être plus acceptable pour les programmes d'alphabétisation dispensés au niveau primaire que pour les programmes d'enseignement supérieur, ou en ce qui concerne le financement de la recherche fondamentale (une recommandation distincte présentée par les auteurs), étant donné que les personnes ne peuvent pas profiter du rendement sur leur investissement.

Il y a aussi un aspect préoccupant d'une telle politique sur le plan de la répartition, du moins dans le contexte où ces politiques ont été utilisées aux États-Unis. J'ai l'impression que les subventions des États à l'enseignement supérieur aux États-Unis ont profité surtout aux personnes à revenu moyen et élevé, et non aux personnes pauvres. (La probabilité que les personnes à faible revenu fréquentent des institutions d'enseignement supérieur financées par les États ou qu'elles terminent leurs études si elles y sont inscrites est moins élevée qu'elle ne l'est pour les personnes des autres niveaux de revenu.) J'imagine que la tendance est à peu près la même au Canada. En fait, on considère les États-Unis comme le chef de file mondial dans le domaine de l'enseignement supérieur, mais le subventionnement de l'État y est beaucoup moindre que celui offert dans d'autres pays, y compris le Canada.

Ces questions d'importance secondaire ne doivent pas nous faire dévier indûment de l'apport des auteurs de l'étude au débat sur la politique canadienne en matière d'investissement étranger et de son lien avec ce que j'ai déjà mentionné comme étant le thème principal de cette session de la conférence. Comme je l'ai affirmé plus tôt – et les auteurs l'ont indiqué clairement –, leur explication du processus de concurrence internationale et d'innovation sert de mise en garde contre une réglementation excessive. (Les auteurs proposent dans leur conclusion de s'orienter dans la direction opposée, notamment en assouplissant les lois ouvrières restrictives, en réduisant les impôts sur l'investissement, etc.)

Leur étude est aussi pertinente pour le deuxième thème de mon commentaire, à savoir l'ingéniosité et l'adaptabilité des institutions privées lorsqu'elles font face à une réglementation restrictive. Ainsi, qu'arriverait-il si le Canada décidait de renoncer aux avantages décrits par Morck et Yeung et qu'il interdisait l'investissement étranger direct ? Il n'est pas évident que la présence de multinationales américaines au Canada diminuerait considérablement. Dans la mesure où ces entreprises ont conclu que leurs activités au Canada sont rentables, elles modifieraient tout probablement la forme de leur présence sur le marché au lieu de s'en aller, notamment en ayant recours à de nombreuses ententes contractuelles avec des partenaires (ou à d'autres mécanismes) au lieu de s'en remettre à l'investissement direct pour poursuivre leurs activités au

Canada. Évidemment, les nouveaux arrangements institutionnels seraient probablement des formes organisationnelles moins efficientes que celles qui existaient avant l'interdiction, parce que l'éventail de choix s'en trouverait réduit. Certaines entreprises pourraient même décider de liquider leur investissement. Mais il n'y a aucune raison de croire que les Canadiens retireraient des avantages en imposant des coûts plus élevés aux multinationales et il y a même lieu de penser qu'ils en souffriraient. L'imposition de coûts plus élevés aux multinationales se traduirait par des pertes au niveau des retombées qui se rattachent à l'investissement étranger direct (comme Morck et Yeung l'ont établi) à moins qu'une entreprise canadienne ne se retrouve dans une position de monopole en tant que fournisseur de services à la multinationale par suite de l'élimination des investisseurs étrangers concurrents, l'obligeant ainsi à s'engager dans des négociations bilatérales au lieu d'affronter la concurrence sur le marché. De plus, à cause de frais d'exploitation plus élevés, la multinationale réduirait la part des bénéfices destinés à ses partenaires contractuels qu'elle versait, sous le régime précédent, aux fournisseurs canadiens d'intrants de la filiale. Enfin, la possibilité pour la multinationale de déménager ses activités réduit le pouvoir de négociation même d'un entrepreneur en situation de monopole.

Johnson et Neave présentent une classification utile des institutions financières en établissant un rapport entre la liquidité des avoirs et des exigibilités d'une institution et sa structure organisationnelle – une application intéressante du modèle économique des coûts de transaction. L'addition d'un plus grand nombre d'exemples concrets illustrant les diverses catégories d'institutions contribuerait à améliorer la présentation de leur exposé, puisqu'il peut être difficile pour des responsables des politiques de saisir la pertinence de leur approche. Par exemple, il serait utile d'illustrer plus précisément de quelle façon le cadre analytique pourrait être utilisé pour un vaste ensemble de questions de politiques, accompagnant ainsi l'analyse du choix des niveaux de prime pour l'assurance-dépôt, ce qui serait fonction de la mesure dans laquelle les banques ont assuré la titralisation de leurs portefeuilles de prêts ou de la question de savoir si elles détiennent des prêts immobiliers à haut risque et non liquides. Mais il ne s'agit pas d'une objection sérieuse et j'ai peu de chose à ajouter à leur structure de classification.

Mise à part cette question de présentation, l'étude de Johnson et Neave partage la même approche que celle de Morck et Yeung – en mettant en garde les responsables de la réglementation sur le fait qu'une réglementation inadéquate peut causer des préjudices importants au secteur privé, notamment sur les marchés mondiaux. Conformément à cette ligne de pensée, les auteurs recommandent l'adoption d'une politique réglementaire souple qui varie en fonction des caractéristiques du bilan des institutions – le résultat direct de l'analyse de classification. De plus, en établissant que la gestion des risques et la divulgation de renseignements sont les principales questions à considérer en matière de réglementation des institutions financières, les auteurs incitent à juste titre les responsables de la réglementation à se tourner vers des solutions

de marché qui devraient avoir pour effet d'augmenter et non de réduire la valeur des entreprises en améliorant la compétitivité des sociétés.

La variété des modalités de financement décrites par les auteurs sert non seulement de fondement à leurs recommandations en matière de politiques mais met aussi en relief l'immense ingéniosité des institutions privées lorsqu'il leur faut déterminer les moyens les moins coûteux de faire les choses, ce qui constitue le deuxième sujet de mes observations.

Si la réglementation d'un pays a une incidence plus prononcée sur une forme de capital que sur une autre, les institutions financières réagiront d'abord en modifiant leurs modes de financement et l'endroit où se font les arrangements financiers, ce qui aura pour effet de défavoriser les entreprises locales qui ont besoin de financement. Deuxièmement, les entreprises à la recherche de moyens de financement moins coûteux pour maintenir leur position concurrentielle opteront pour l'adoption de nouvelles formes de financement ou elles prendront des dispositions pour obtenir le financement à l'étranger afin d'éviter la réglementation, ce qui aura pour effet de créer de fortes incitations visant à abroger la réglementation fautive afin de récupérer la clientèle du marché intérieur. Le recours par les sociétés américaines au marché de l'eurodollar nous fournit un bon exemple de cette situation qui a mené éventuellement à un assouplissement des exigences en matière de divulgation et d'enregistrement du financement par emprunt public dans le cadre du régime d'enregistrement préalable.

Morck et Nakamura examinent les systèmes allemands et japonais de régie d'entreprise qui reposent en grande partie sur le contrôle par les banques de sociétés non financières – que ce soit par l'intermédiaire de placement direct ou de contrôle exercé sur les droits de vote. Ces systèmes se différencient grandement des régimes en vigueur au Canada et aux États-Unis, où les banques ne remplissent pas un rôle de ce genre. D'autres types d'investisseurs (personnes, familles et secteur public) jouent un rôle majeur en ce qui concerne les entreprises canadiennes; par ailleurs, la vaste majorité des entreprises américaines n'ont pas d'actionnaire majoritaire et le marché est l'instrument de surveillance crucial pour les actionnaires dispersés. L'analyse de Morck et Nakamura a pour objet de déterminer si les différences justifient une réponse sur le plan de la réglementation : Les autorités de réglementation canadiennes devraient-elles encourager, voire obliger, les banques à acquérir des actions et à assumer une fonction de surveillance centrale des cadres supérieurs des sociétés ? Les auteurs concluent qu'il y aurait peu d'avantage à transplanter le modèle allemand ou japonais. Je partage leur scepticisme. Je suis parvenue à une conclusion négative semblable à la suite de travaux entrepris dans le cadre du débat portant sur les avantages d'adopter le modèle allemand et japonais de régie d'entreprise pour l'appliquer aux sociétés américaines. Je présente des données supplémentaires sur la question, qui ont influencé ma conclusion.

Dans le cadre du débat sur la régie d'entreprise aux États-Unis, on a souvent soutenu que le système de régie d'entreprise centré sur les banques au Japon et

en Allemagne est préférable au régime institutionnel des États-Unis parce que l'Allemagne et le Japon sont des économies plus concurrentielles sur les marchés mondiaux. On mesure habituellement la compétitivité en se fondant sur la croissance de la productivité au cours d'une certaine période de temps. Soulignons que ces arguments reposent sur les taux de croissance relatifs parce que, sur le plan des niveaux de productivité, les États-Unis ont conservé la première place; pendant la dernière décennie, la croissance de la productivité aux États-Unis a dépassé celle de l'Allemagne et celle du Japon n'a pas été sensiblement supérieure à celle des États-Unis[4]. Les écarts sur le plan des taux de croissance de la productivité au cours de la période de l'après-guerre ne s'expliquent pas nécessairement, à mon avis, par une supériorité des mécanismes de régie d'entreprise. Comme Baumol, Blackman et Wolff le soutiennent, ce résultat est plutôt attribuable au phénomène de la convergence internationale. Lorsque la productivité d'un pays est supérieure à celle d'autres pays, les économies qui ne sont pas trop loin derrière peuvent se rattraper à mesure qu'elles acquièrent des connaissances sous forme de transferts de technologie en provenance du chef de file, de sorte que les niveaux de performance finissent par converger[5]. Les pays qui traînent de l'arrière ont plus à apprendre du chef de file que ce dernier n'a à apprendre d'eux; par conséquent, ceux qui traînaient de l'arrière au préalable doivent progresser plus rapidement que ceux qui étaient en avance[6]. De plus, les éléments majeurs qui, selon les économistes, influent sur le niveau absolu de productivité sont le taux national d'épargne (investissement), le niveau de scolarité de la main-d'œuvre et l'importance des efforts consacrés à la recherche fondamentale et appliquée[7]. Aucune théorie ni données empiriques ne relient ces facteurs aux structures de régie d'entreprise. De plus, les diverses structures de régie d'entreprise dans ces pays étaient en place bien avant les années de l'après-guerre, au moment où le taux de croissance de la productivité aux États-Unis a amorcé sa chute relative très prononcée. Des données de productivité comparatives et, plus précisément, des variations des taux de croissance de la productivité ne peuvent aisément être attribuées à des différences sur le plan de la régie d'entreprise. Puisque l'amélioration de la productivité figure au centre de tout débat portant sur des comparaisons entre les systèmes de régie d'entreprise, la question de savoir quel système est supérieur aux autres n'est pas pertinente.

J'ai voulu examiner les conclusions de l'analyse comparative des taux de croissance de la productivité non pas parce que je veux appuyer les restrictions sur la propriété d'actions par des banques aux États-Unis ou contribuer à renverser la décision canadienne en matière de déréglementation qui rend possible ce genre d'acquisition. Les dommages subis par le système financier si l'on permettait aux banques d'acquérir des actions d'entreprise seraient probablement minimes. Mais, à l'instar de Morck et Nakamura, je me demande si une telle réforme aurait pour effet de modifier radicalement les modes de régie d'entreprise aux États-Unis et de les rapprocher de ceux de l'Allemagne et du Japon, puisque je constate qu'elle n'a pas encore eu pour effet de modifier sensiblement

l'état de la situation dans ce domaine au Canada. Je me demande aussi si un niveau de propriété plus élevé par les banques d'actions d'entreprises canadiennes et américaines aurait pour effet d'améliorer leur rendement. Je donne deux exemples anecdotiques, l'un historique et l'autre contemporain, à l'appui de ma prévision à l'effet que l'incidence serait minime. Premièrement, bien avant que les États-Unis n'adoptent la *Glass-Steagall Act* interdisant aux banques de détenir des actions de sociétés à la fin du XIX[e] siècle, certaines banques américaines (notamment en Nouvelle-Angleterre) avaient mis fin volontairement à leurs rapports avec des entreprises pour s'en tenir à l'intermédiation financière, dans le but de réaliser une réduction efficiente des risques[8]. Certains indices donnent à penser que des tendances semblables sont à l'œuvre en Allemagne et au Japon à l'heure actuelle.

Deuxièmement, même si les banques au Royaume-Uni ont la possibilité de détenir des actions de sociétés, nous pouvons y observer une structure de propriété dispersée des actions des sociétés britanniques semblable à celle que l'on retrouve aux États-Unis[9]. La différence pourrait être attribuable à un accident historique; en effet, la thèse de l'historien économique Alexander Gerschenkron offre une explication plausible lorsqu'il affirme que la variation du degré d'industrialisation est corrélée avec le retard économique d'un pays au moment de son industrialisation[10]. L'industrialisation est survenue beaucoup plus tard en Allemagne qu'en Angleterre, à une époque où la dimension optimale des usines était plus élevée et la technologie était plus complexe, nécessitant ainsi des capitaux plus importants et un sens de l'entreprenariat plus éclairé. Étant donné ce décalage dans le temps, les entreprises manufacturières naissantes en Allemagne, contrairement à leurs homologues au Royaume-Uni, n'étaient pas en mesure de prendre de l'expansion en réinvestissant leurs bénéfices ou en se fiant aux petites banques privées. Cette situation a rendu nécessaire la création de nouvelles institutions financières, telles que des alliances innovatrices entre les entreprises de la région du Rhin et des banquiers privés, et la participation des banques à l'émission d'actions[11]. Par conséquent, le système bancaire allemand a connu une évolution différente de celle du système britannique, ce qui s'est aussi traduit par des systèmes distincts de régie d'entreprise (puisque la participation de banques universelles au capital-actions des sociétés les a amenées à s'intéresser davantage à la gestion des entreprises). Quelle que soit l'importance du caractère fortuit de l'évolution historique pour expliquer les différences entre l'Angleterre et l'Allemagne, leur présence indique de façon manifeste que les obstacles réglementaires à l'acquisition d'actions de sociétés par des banques ne sont pas suffisants pour rendre compte des différences observées entre les États-Unis, le Canada, l'Allemagne et le Japon au chapitre des structures de régie des sociétés.

Il se trouve une autre différence institutionnelle entre les entreprises allemandes, américaines et canadiennes, qui rend difficiles des comparaisons partielles de leurs arrangements institutionnels et appuie l'hypothèse que les mécanismes de régie d'entreprise font partie intégrante de l'ensemble du

système économique. Les travailleurs allemands interviennent officiellement dans la prise de décision en raison de leur participation statutaire au régime de conseil d'administration à deux paliers; c'est ce qu'on appelle la « cogestion », en vertu de laquelle les travailleurs sont assurés de former la moitié du conseil de surveillance. Dans ce contexte, les actionnaires individuels pourraient être défavorisés, par rapport aux travailleurs mieux organisés, sur le plan du maintien d'un contrôle sur la prise de décision; la concentration des droits de vote aux mains des banques, de même que la propriété de blocs d'actions par les banques, pourraient avoir un effet bénéfique en donnant aux détenteurs d'actions un pouvoir compensateur organisé au conseil d'administration. Un tel besoin n'existe pas aux États-Unis, au Royaume-Uni ou au Canada parce que les entreprises ne fonctionnent pas dans le contexte d'un système de cogestion; par conséquent, un système de surveillance centré sur les banques est moins nécessaire.

Comme je l'ai déjà souligné, je conviens avec Morck et Nakamura qu'il n'est pas du tout évident que les systèmes allemand et japonais protègent mieux les intérêts des actionnaires. Ces auteurs laissent entendre que ces systèmes offrent, semble-t-il, une meilleure protection des intérêts des créditeurs que de ceux des actionnaires. En plus des données présentées par Morck et Nakamura, je mentionne un autre exemple fondé sur les travaux de l'historien du milieu des affaires Alfred Chandler, qui a rédigé une analyse des circonstances qui ont amené la U.S. Steel à perdre sa position initiale de chef de file à cause de mauvaises décisions prises par ses dirigeants[12]. Dans son analyse des travaux de Chandler, David Teece a souligné que la U.S. Steel est l'un des rares exemples dans l'industrie américaine d'une entreprise contrôlée par des banquiers[13]. Teece conclut son analyse en ces termes : « Chandler laisse entendre assez clairement qu'il est persuadé que les financiers et les avocats qui dirigeaient la U.S. Steel ont commis de graves erreurs »[14]. Mais les anecdotes provenant de l'histoire économique des États-Unis ne permettent pas de tirer des conclusions claires sur la question du rendement des entreprises. Une étude a montré que, contrairement à l'expérience de la U.S. Steel, l'addition d'un représentant de la banque J. P. Morgan au conseil d'administration d'une entreprise avait eu pour effet d'augmenter la valeur de ses actions de 30 p. 100[15]. Mais nous ne savons pas si cette hausse de la valeur des actions était attribuable à l'espoir que la présence d'un banquier au conseil d'administration pourrait améliorer l'efficacité de la régie interne de l'entreprise ou si l'établissement de rapports commerciaux avec les autres sociétés du réseau de la banque Morgan allait permettre d'accroître la perception de rentes monopolistiques. De plus, l'étude ne précise pas si la banque Morgan possédait des actions ou avait consenti des prêts aux sociétés où elle avait des représentants au conseil d'administration.

De ces travaux de recherche comparatifs sur la régie d'entreprise, je conclus que différents systèmes se développent en fonction des besoins des intervenants privés – et parmi l'un de ces besoins figure la volonté de minimiser les

effets de la réglementation. Les nouvelles institutions bancaires allemandes qui furent mises sur pied par les financiers et les entrepreneurs de la région du Rhin afin de financer l'industrialisation constituaient en fait un moyen de contourner les restrictions au développement économique appliquées par le gouvernement prussien[16]. Au Japon, les entraves au développement du marché du capital ont obligé les sociétés à obtenir leur financement des banques et, comme Morck et Nakamura le signalent, lorsque la réglementation fut assouplie, on a assisté à un changement spectaculaire en vertu duquel le financement bancaire a été remplacé par l'émission de titres sur le marché public. De plus, la séparation entre le secteur bancaire et la gestion des sociétés aux États-Unis n'est pas aussi absolue qu'on le soutient parfois. De grandes sociétés américaines maintiennent des rapports étroits avec des banques, même si les banques ne peuvent détenir des actions de sociétés. Par exemple, les auteurs d'une étude ont conclu que l'insolvabilité imminente d'une importante banque américaine avait eu un effet négatif appréciable sur les prix des actions des sociétés qui avaient obtenu leurs principaux prêts auprès de cette banque[17]. De plus, sept des dix sociétés américaines les plus importantes selon le magazine *Fortune* ont des banquiers sur leur conseil d'administration et deux d'entre elles maintiennent des rapports financiers assez importants avec les banques de ces administrateurs pour qu'ils soient mentionnés dans leur circulaire[18]. Il ne fait aucun doute que les rapports entre les sociétés et les banques américaines sur le plan précis des placements sont beaucoup moins étroits que ceux qui existent en Allemagne et au Japon. Je soutiens simplement que les banques maintiennent des rapports à long terme avec les entreprises même aux États-Unis où, d'après le régime de réglementation en vigueur, des restrictions s'appliquent à l'acquisition d'actions de sociétés par des banques, de sorte que la propriété d'actions n'est pas une condition préalable au maintien de tels rapports (et à la surveillance de la haute direction, qui en est un sous-produit). Les banques sont intéressées à surveiller la situation des débiteurs afin de s'assurer du remboursement des emprunts, qu'elles soient ou non détentrices d'actions des entreprises débitrices. Nous ne savons dans quelle mesure ces rapports sont avantageux pour les actionnaires, que ce soit aux États-Unis, en Allemagne ou au Japon.

En somme, il n'y a aucune raison de supposer qu'un régime institutionnel de régie d'entreprise est supérieur ou inférieur à un autre. Nous devrions plutôt considérer les différences comme une manifestation de l'ingéniosité des intervenants du secteur privé à organiser leurs affaires de façon à tirer les meilleurs avantages financiers possibles qui découlent de contextes réglementaires différents. Il s'agit dans tous les cas de solutions à des problèmes d'optimisation sous contrainte. L'aspect peut-être le plus utile à se rappeler lorsqu'on considère le rapport entre la réglementation et l'organisation économique est que les intervenants du secteur privé continueront à concevoir des institutions qui permettront de minimiser l'incidence des contraintes politiques sur l'activité économique. Il s'agit de la leçon que je tire d'une analyse comparative de la régie des sociétés. De plus, lorsqu'on considère les conséquences de cette conclusion

dans le contexte des marchés mondiaux, une réglementation protectionniste à caractère spoliateur aura pour effet non seulement de stimuler l'innovation institutionnelle visant à contourner les règles mais aussi à inciter les entreprises à déplacer leurs opérations vers des endroits où le régime réglementaire est plus accueillant, où qu'ils se trouvent.

NOTES

1 Morck, Randall et Bernard Yeung, « L'avenir des filiales étrangères au Canada », étude publiée dans le présent ouvrage.
2 Johnson, Lewis et Ted Neave, « Régie et surveillance du système financier », étude publiée dans le présent ouvrage.
3 Morck, Randall et Masao Nakamura, « Les banques et la régie des sociétés au Canada », étude publiée dans le présent ouvrage.
4 Les écrits dans ce domaine sont passés en revue dans Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute, The AEI Press, Washington (D.C.), 1993, p. 140-143.
5 Baumol, William J., Sue Anne Batey Blackman et Edward Wolff, *Productivity and American Leadership: The Long View*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1989.
6 *Ibidem*, p. 90.
7 *Ibidem*, p. 258-260.
8 Lamoreaux, Naomi R., « Information Problems and Banks' Specialization in Short-Term Commercial Lending: New England in the Nineteenth Century », dans l'ouvrage préparé sous la direction de Peter Temin, *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, University of Chicago Press, Chicago, 1991, p. 161.
9 Coffee, John C., « Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor », *Columbia Law Review*, vol. 91, 1991, p. 1277.
10 Gerschenkron, Alexander, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1962.
11 Tilly, Richard, *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870*, University of Wisconsin Press, Madison (Wisc.), 1966, p. 134-135; Francke, Hans-Hermann et Michael Hudson, *Banking and Finance in West Germany*, St. Martin's Press, New York, 1984, p. 4.
12 Chandler, Alfred D. Jr, *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1990, p. 131-140.

13 Teece, David, « The Dynamics of Industrial Capitalism: Perspectives on Alfred Chandler's Scale and Scope », *Journal of Economic Literature*, vol. 31, nº 12, 1993, p. 199-205.
14 *Ibidem*, p. 205, note 12.
15 De Long, J. Bradford, « Did J. P. Morgan Men Add Value? An Economist's Perspective on Financial Capitalism », dans l'ouvrage préparé sous la direction de Peter Temin, *Inside the Business Enterprise: Historical Perspectives on the Use of Information*, University of Chicago Press, Chicago, 1991, p. 205.
16 Tilly, Richard, *Financial Institutions and Industrialization in the Rhineland, 1815-1870*, University of Wisconsin Press, Madison (Wisc.), 1966, p. 134-138.
17 Slovin, Myron, Marie Sushka et John Polonchek, « The Value of Bank Durability: Borrowers as Bank Stakeholders », *Journal of Finance*, vol. 48, 1993, p. 247.
18 Romano, Roberta, « A Cautionary Note on Drawing Lessons from Comparative Corporate Law », *Yale Law Review*, vol. 102, nº 27, 1993, p. 2021 et 2029.

Adrian E. Tschoegl
The Wharton School
Université de la Pennsylvanie

Commentaire sur la cinquième partie

DEPUIS LE DÉBUT DU SIÈCLE, lorsque Joseph Schumpeter a publié sa *Théorie du développement économique*, les économistes ont soutenu que les intermédiaires financiers rendaient possible l'innovation technologique et le développement économique. « Le banquier [...] autorise les gens, en quelque sorte au nom de la société, à [...] [innover] » (Schumpeter, 1911, p. 74). Les travaux récents de Ross et Levine (1993) renferment des données qui corroborent le point de vue de Schumpeter et montrent qu'il y a une corrélation positive entre le développement du système financier et la croissance économique. Pourtant, les intermédiaires ne sont qu'un élément de la structure du système financier et l'affectation du crédit, le report dans le temps et la prise de risque ne sont que quelques-unes des fonctions assurées par le système financier. Ce dernier fait partie de la structure de régie qui intervient pour atténuer ou supprimer les effets préjudiciables de l'opportunisme et de l'erreur sur la croissance économique.

J'ai fait des commentaires, en privé et dans le cadre de la conférence, sur les trois études présentées dans cette partie. Toutefois, mes commentaires ne renferment que des suggestions accessoires visant à renforcer ces études intéressantes et informées. Dans ce qui suit, je tenterai de structurer certaines idées générales touchant à la question de la régie d'entreprise. Dans la prochaine section, j'aborde l'aspect fonctionnel en examinant la nature des problèmes qui hantent le système de régie des sociétés. La fonction assurée par le système de régie est d'atténuer ou de supprimer ces problèmes. Dans la section suivante, j'examine les structures qui constituent le système de régie d'entreprise. Dans ce contexte, je traite brièvement de certains travaux publiés sur les systèmes japonais, allemand et américain. En guise de conclusion, j'énonce certaines questions qui surgissent au moment d'intégrer structure et fonction, c'est-à-dire que je formule certaines réserves qu'il faudrait garder à l'esprit en tentant de relier une structure particulière à une fonction particulière. Enfin, je fais une mise en garde au sujet des risques qu'il pourrait y avoir à transposer les modèles provenant d'autres pays.

FONCTION : PROBLÈMES DE RÉGIE QUE LE SYSTÈME DOIT RÉGLER

LE SYSTÈME DE RÉGIE DES SOCIÉTÉS doit traiter de deux problèmes distincts – l'opportunisme et l'erreur. Par opportunisme, je veux dire les circonstances

dans lesquelles des particuliers consacrent des ressources pour s'approprier une part importante du gâteau (habituellement pour eux-mêmes) plutôt que d'ajouter à celui-ci. Par erreur, j'entends les erreurs faites par les dirigeants dans l'exercice de leur jugement professionnel.

L'opportunisme comporte souvent un méfait sous une forme ou une autre, mais il englobe d'autres éléments. Le vol et la fraude sont manifestement des délits. Mais la négligence est une forme de vol : elle correspond au manquement d'un mandataire à ses obligations professionnelles. Néanmoins, il y a plusieurs formes de comportement opportuniste qui sont socialement sous-optimales sans pour autant être de nature criminelle. Ces formes englobent à la fois l'omission de poser des gestes souhaitables et le fait d'agir de manière à exploiter les autres.

Manquer à son devoir ou à ses obligations, par exemple, revient à ne pas donner le rendement correspondant à ses aptitudes. En ce sens, une personne peut manquer à ses obligations même si elle donne le rendement que l'on attend d'elle. Cette personne se limite strictement à ce qu'elle s'est engagée à fournir – ni plus, ni moins – plutôt que de contribuer à la pleine mesure de ses capacités. Dans ces circonstances, tant la société que l'entreprise (ou le projet) en sont perdants.

Les tactiques d'exploitation englobent les situations où des parties à une entente contractuelle cherchent des lacunes dans les contrats afin d'en tirer parti, en transférant des ressources de leurs partenaires à eux-mêmes. On peut citer comme exemple les cas où des propriétaires s'enrichissent aux dépens de leurs créanciers et ceux où des actionnaires dominants s'enrichissent aux dépens des actionnaires qui n'exercent pas le contrôle sur la société.

Le droit criminel tente d'intervenir contre le vol; le droit des contrats vise à intervenir contre les formes d'opportunisme qui n'ont pas un caractère criminel. Cependant, prévenir l'erreur se prête moins à l'application de la loi.

En *common law*, il existe une présomption contre l'intervention des juges pour trancher des questions mettant en cause le jugement professionnel. Le droit peut être utile dans le cas des erreurs attribuables à la négligence, notamment lorsque celle-ci mène à prendre des décisions sans renseignements adéquats. Ainsi, nous disposons de lois qui imposent les principes de la diligence raisonnable et de la divulgation. Néanmoins, il semble que la loi convienne mal lorsqu'il s'agit de porter un jugement sur la façon dont les gens utilisent l'information dont ils disposent.

De temps à autre, la loi tente de limiter la probabilité d'une erreur. Un exemple à cet égard est la règle du « bon père de famille », ou de la personne prudente. Il s'agit d'une exigence juridique en vertu de laquelle les parties dans un contexte fiduciaire doivent se comporter en « bon père de famille ». Les fiduciaires ne doivent pas prendre de risques inutiles et excessifs. Manifestement, le moment où un risque devient inutile ou excessif est davantage une question de jugement et de degré que de détermination de la nature d'une action.

Voici un exemple de problème de plus vaste portée que je peux facilement exprimer en évoquant la métaphore du chant des sirènes auquel on cherche à échapper. *L'Odyssée* d'Homère constitue l'un des premiers exemples du problème où les gestionnaires deviennent prisonniers d'une démarche particulière et ne voient pas les conséquences (éventuellement) désastreuses de celle-ci. La solution retenue par Ulysse a consisté à se faire attacher au mât de son navire par les membres de l'équipage à qui il avait fait mettre de la cire dans les oreilles. Cela lui permettait d'entendre librement et d'apprécier le chant des sirènes, mais tout en faisant en sorte qu'il ne puisse piloter son navire vers les sirènes et les rochers sur lesquels elles étaient étendues.

Dans le contexte de la régie d'entreprise, l'équivalent des liens qui retiennent quelqu'un au mât est l'ensemble des lois, des statuts constitutifs de sociétés et des autres mécanismes qui imposent des règles et des limites universelles au pouvoir discrétionnaire des gestionnaires. Parmi les exemples provenant des États-Unis, il y a les limites imposées quant au pourcentage du capital d'une banque qui peut être prêté à un client ou celles qui visent la propriété des banques. Ces règles rigides et rudimentaires comportent souvent l'imposition de limites arbitraires prenant la forme de pourcentages maximums (5 p. 100, 8 p. 100 ou 20 p. 100).

Pour que ces règles améliorent l'exercice du pouvoir discrétionnaire, c'est-à-dire pour qu'elles aient un sens, nous devons croire que les gestionnaires commettent parfois des erreurs qu'ils auraient pu éviter. Normalement, nous ne pensons pas que l'imposition de contraintes rigides et simplistes puisse améliorer une situation. En programmation linéaire, l'imposition de nouvelles contraintes ne peut améliorer la solution préalablement optimale. Les nouvelles contraintes n'aggravent pas la situation si elles n'entrent pas en jeu, mais elles ne peuvent non plus l'améliorer. Dans le cas du jugement exercé par les humains, nous semblons penser qu'il y a des circonstances où des contraintes pourraient jouer un rôle utile.

Les travaux publiés en sciences économiques ont, depuis longtemps, traité de la question des règles par opposition au pouvoir discrétionnaire. L'argument habituel est fondé sur des limites cognitives. Les règles sont préférables au jugement lorsque, par exemple, nous ne pouvons en savoir suffisamment, au moment requis, pour procéder à un réglage fin du taux de croissance de l'offre de monnaie. Le problème du chant des sirènes est plus subtil. Ce n'est pas que nous ne pouvons en savoir suffisamment pour faire en sorte que l'exercice du pouvoir discrétionnaire soit préférable aux règles; c'est plutôt que nous pouvons nous trouver dans des circonstances semblables à celles auxquelles étaient exposés les malheureux marins dans la Grèce d'Homère. Nous ne pouvons devenir envoûtés, ignorer ce que nous devrions savoir et, ainsi, aller à notre destruction. À l'exemple d'Ulysse, nous devons donc nous attacher au mât.

Le système de régie

Le système de régie peut être représenté par une boucle en trois segments : les gouvernés, les gouverneurs et les responsables de la réglementation. Chaque segment a sa propre structure (l'interaction des entreprises et des particuliers) qui assure une fonction de régie sur le segment qu'il précède. Pour boucler la boucle, les gouvernés doivent eux-mêmes régir les responsables de la réglementation.

Les gouvernés

L'analyse d'une boucle doit, par définition, débuter quelque part, de façon arbitraire. Dans le cas présent, je débute avec les entreprises et les particuliers en portant mon attention sur ces derniers.

La devise de l'Université de la Pennsylvanie, où j'enseigne actuellement, est *Leges sine moribus vanae* – sans principes moraux, les lois sont inutiles. Cette devise signifie que pour que les gens se conforment aux lois, celles-ci doivent traduire les valeurs de la société. Elle signifie aussi que les lois ne peuvent combler l'absence d'autodiscipline fondée sur la morale individuelle.

Le système de régie des sociétés débute par la sélection et la formation des gestionnaires. Dans un article récent sur la culture et la croissance économique, Casson (1993) affirme que la culture est un mécanisme de coercition. Par le truchement des valeurs qu'une culture transmet à ses membres, la supervision interne remplace la supervision externe et les sanctions internes de nature émotive (par exemple la culpabilité et la honte) remplacent les sanctions juridiques externes. Aux fins de notre propos, les cultures pertinentes englobent non seulement la culture de la société en général mais aussi ses sous-ensembles, dont la culture du milieu des affaires et celle de chaque entreprise.

De même, Huang et Wu (1994) ont modélisé le contrôle de la corruption dans les rapports mandant-superviseur-mandataire. Ils soutiennent que la présence ou l'absence de normes sociales et de cultures organisationnelles détermine les équilibres qui en résultent. Les attentes au sujet de la probabilité d'un comportement corrompu peuvent influer sur les décisions liées à l'adoption d'un tel comportement. Le facteur régulateur primordial est l'importance du remord que ressent une personne à la suite de ses décisions. Ainsi, les attentes peuvent avoir un caractère auto-amplifiant, pour le meilleur ou le pire.

Les gouverneurs

Dans son ouvrage pénétrant et innovateur, Hirschmann (1979) établit une distinction entre deux mécanismes de régie – la sortie et l'intervention. Par sortie, il veut dire le marché lui-même, ou la liberté des parties de s'associer,

de traiter ou de conclure des contrats avec ceux en qui ils ont confiance et de se dissocier de ceux en qui ils n'ont pas confiance. Par intervention, il veut dire les initiatives des principaux propriétaires ou créanciers visant à imposer des sanctions aux entreprises ou aux gestionnaires dont le rendement est insatisfaisant.

Dans le contexte de la « sortie », les entreprises sont assujetties à la discipline de leur réputation et des autres investissements ayant l'effet d'une caution de bonne conduite (Klein et Leffler, 1981). Les particuliers et les autres entreprises peuvent mettre au ban une entreprise qui a un comportement opportuniste, de sorte que celle-ci perd la valeur de son investissement dans cette caution. Parfois, les entreprises et les particuliers continueront de traiter avec les entreprises qui ont mauvaise réputation, mais ils prendront d'autres dispositions pour se protéger. Ainsi, les consommateurs ne paieront pas autant pour une voiture achetée dans un commerce ayant une réputation douteuse que pour une autre provenant d'une entreprise qui a une bonne réputation. Ces mesures imposent des coûts à l'entreprise qui a mauvaise réputation.

Dans son exposé sur les ententes auto-exécutoires, Telser (1980) étudie les circonstances où le bénéfice à tirer d'une activité permanente dépasse celui que procurerait un comportement opportuniste. Lorsque les conditions requises sont réunies, les entreprises (ou les particuliers) se comportent comme s'ils étaient parties à un contrat implicite dont ils respectent les modalités.

Néanmoins, une bonne partie des travaux de recherche publiés sur la régie d'entreprise a porté principalement sur le rôle de la « voix », (c'est-à-dire, comme nous l'avons indiqué, sur le rôle des principaux propriétaires et créanciers qui interviennent pour imposer des sanctions aux entreprises ou aux gestionnaires dont le rendement est jugé insatisfaisant). Dans ce contexte, je traiterai brièvement non pas du marché du contrôle des sociétés, mais de la question de la régie par les entreprises qui réunissent les rôles de propriétaire et de créancier importants.

Les travaux consacrés aux systèmes financiers comparés établissent une distinction entre deux grands groupes, avec quelques variantes. Ces deux groupes sont les systèmes axés sur les banques et les systèmes orientés vers le marché. Rybczynski (1984) a ajouté une troisième catégorie, celle des systèmes fortement axés sur les banques. Walter (1992) a fait la distinction entre les systèmes tournés vers l'extérieur (orientés vers le marché), ceux tournés vers l'intérieur (axés sur les banques) et ceux qui sont fortement tournés vers l'intérieur (axés sur les banques et caractérisés par des participations croisées). Ces classifications ont des similitudes avec certaines autres. Nous pourrions aussi bien répartir les systèmes entre le modèle anglo-saxon et le modèle européen-japonais, ou encore entre ceux qui sont axés sur la *common law* et ceux qui sont axés sur le droit codifié.

Le Japon

L'expérience du Japon au cours de la période postérieure à la Deuxième Guerre mondiale et l'émergence du système des « banques principales » a donné lieu à

la publication de nombreux travaux où l'on a examiné la question de la participation des banques au capital-actions des sociétés. La plupart des ouvrages publiés sur le cas du Japon ont traité des conséquences de la propriété bancaire (Aoki, 1993; Aoki, Patrick et Sheard, 1995; Hoshi, Kashyap et Scharfstein, 1990; Morck et Nakamura, 1992; Sheard, 1989 et 1994; et Weinstein et Yafeh, 1994*a*).

Les entreprises qui détiennent des participations réciproques à leur capital-actions ont aussi attiré l'attention. Parmi les explications offertes pour les entreprises détenant d'importantes participations réciproques à leur capital-actions il y a le désir des gestionnaires de conserver le contrôle entre des mains amicales et un mécanisme de collusion (Flath, 1993; Hodder et Tschoegl, 1985 et 1993; Miyajima, 1994; Weinstein et Yafeh, 1994b; Wallich et Wallich, 1976).

Ce qui rend les *keiretsu* japonais uniques parmi ces groupes est la mutualité de leurs blocs d'actions réciproques. Contrairement aux autres structures collectives – par exemple les groupes contrôlés par des banques ou ceux qui appartiennent à des familles – aucun participant ne domine au sein d'un *keiretsu*; contrairement aux conglomérats à propriété dispersée, toutes les parties liées contrôlent collectivement chacun des participants. Le contrôle du groupe repose sur un fondement juridique stable, notamment dans les situations où un membre est en difficulté financière. À titre de détenteur des biens donnés en garantie, la « banque principale » possède des pouvoirs juridiques étendus sur les emprunteurs. Mais les contrôleurs sont eux-mêmes contrôlés. Le ministère des Finances réglemente la banque et les membres du groupe en détiennent collectivement la propriété. C'est ce dernier point que passent sous silence les écrits sur les liens avec la « banque principale ».

Parce que ces groupes sont indépendants (Mitsubishi ne possède pas Mitsui et *vice versa*) et qu'ils sont nombreux, la concurrence qu'ils se livrent impose une discipline à chacun. Cependant, aucun groupe ne peut en acquérir un autre et leur nombre est relativement restreint. Par conséquent, on est préoccupé par la présence possible d'un comportement oligopolistique, au sens où chaque participant doit tenir compte des initiatives des autres. Dans un tel contexte, les entreprises ne se font pas concurrence sur les prix. Plutôt, elles rivalisent au niveau de la qualité (ce qui comprend le service) et toutes agissent de concert pour instaurer des conditions (allant jusqu'à la réglementation) hostiles à l'entrée de nouveau concurrents (Schaede, 1994).

L'Allemagne

Les travaux publiés en langue anglaise sur le système bancaire allemand sont moins nombreux. Les recherches empiriques, notamment, ne sont pas aussi nombreuses que celles consacrées au système japonais. Cable (1985) a fait un examen intéressant des diverses perspectives adoptées sur la situation allemande.

L'hypothèse principale de Cable est que la participation des banques à la propriété pourrait comporter des avantages liés aux marchés internes des capitaux. Étant à la fois débiteur et créancier et ayant des représentants au conseil d'administration des entreprises, la banque peut éliminer les asymétries informationnelles et les facteurs d'incitation au transfert d'éléments d'actif, par la conversion de créances en actions. La propriété bancaire atténue ainsi toute tendance des prêteurs à imposer un rationnement du crédit ou des modalités de prêt contraignantes.

Deux autres hypothèses relient aussi la rentabilité et la participation des banques à la propriété. Premièrement, la participation des banques à la propriété d'entreprises connexes pourrait faciliter la création de cartels et accroître ainsi l'efficacité des entreprises visées. Deuxièmement, les banques pourraient accroître la rentabilité des entreprises en leur prodiguant des conseils financiers. Cable présente des arguments logiques qui remettent en question ces deux hypothèses. Ce qui est plus important, il soutient que ses résultats empiriques concordent avec l'hypothèse des marchés de capitaux internes. Enfin, l'étude historique faite par Kleeberg (1986) des banques universelles allemandes met en doute la notion selon laquelle ces banques sont des bailleurs de fonds particulièrement habiles en matière d'investissements à long terme.

Le Japon, l'Allemagne et les États-Unis

Une partie de l'intérêt accordé aux systèmes japonais et allemand découle d'une comparaison et d'un argument simples (peut-être même simplistes). Les observateurs ont opposés les systèmes axés sur les banques (en Allemagne et au Japon) et ceux orientés vers le marché (comme celui des États-Unis) et ils ont associé respectivement ces systèmes à une croissance économique rapide en Allemagne et au Japon et à une croissance économique lente aux États-Unis.

Porter (1992) fait valoir que le système américain, orienté vers le marché, a pour effet de concentrer l'attention sur le rendement à court terme. Porter prend soin de signaler que le système américain comporte aussi des avantages mais, dans l'ensemble, il préconise des réformes visant à faire en sorte que les gestionnaires maximisent la valeur à long terme.

Allen (1993) conteste le point de vue de Porter. Il soutient que la prépondérance des investisseurs institutionnels et de la propriété temporaire dans le système financier américain n'est pas forcément la cause du manque de compétitivité des entreprises de ce pays. Plutôt, il fait valoir que la compétitivité des sociétés allemandes et japonaises pourrait être imputable aux stimulants agissant sur les gestionnaires que des taux de croissance élevés rendent possibles.

Il est intéressant de noter que Wintrobe et Breton (1986) avaient antérieurement fait valoir un argument formel connexe, selon lequel une croissance économique rapide dans l'ensemble du système économique engendre des gains de productivité dans les entreprises en raison des stimulants que les

gestionnaires peuvent alors offrir aux travailleurs. Considérés simultanément, l'article d'Allen et celui de Wintrobe et Breton laissent penser que les systèmes de régie allemand et japonais ont accompagné une croissance rapide mais n'en sont pas la cause. Dufey (1983) affirme pour sa part que la réglementation en vigueur au Japon pourrait même avoir gêné la croissance n'eut été de la présence des marchés étrangers qui ont agi comme soupape de sûreté.

Les responsables de la réglementation

LES RESPONSABLES DE LA RÉGLEMENTATION SUPERVISENT LES GOUVERNEURS. Toute analyse de la régie des sociétés doit englober le système de réglementation et cela pour deux raisons. Premièrement, comme l'a affirmé Winston Churchill, « Nous façonnons nos édifices puis, nos édifices nous façonnent ». Autrement dit, nous créons des lois pour ensuite conclure des contrats dans le contexte de ces lois. Walter (1992) affirme que les systèmes orientés vers le marché (extériorisés) comme ceux que l'on retrouve aux États-Unis et au Royaume-Uni doivent une bonne partie de leur essor au rôle restreint joué par l'État. À l'opposé, les systèmes français et japonais, axés sur les banques (intériorisés et ultra-intériorisés), sont en partie le résultat d'une propension des gouvernements à diriger l'activité économique.

Deuxièmement, la régie d'entreprise fait intervenir le système financier et la réglementation est habituellement un aspect important de ces systèmes. L'efficacité d'un système de régie dépend donc en partie de l'harmonie (ou de l'absence d'harmonie) entre ce système et l'économie qu'il dessert, au fil de leur évolution respective.

Les marchés des valeurs mobilières (titres de créance et de propriété) hautement évolués ne se sont développés que lentement et représentent un stade avancé de l'évolution des systèmes financiers. Les marchés des valeurs mobilières ont besoin d'une infrastructure de divulgation, d'un système d'information comptable hautement perfectionné qui s'appuie sur des observateurs indépendants, tels que les cabinets de comptables, les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les spécialistes en économie financière à l'emploi des sociétés de courtage mobilier. Le bon fonctionnement des marchés des valeurs mobilières exige aussi un gouvernement capable et résolu à mettre en place des mécanismes de réglementation efficaces sur une très longue période de temps.

Dans le cadre du système de régie, une réglementation judicieuse devra non seulement être bien adaptée aux circonstances actuelles, mais elle pourrait devoir évoluer à mesure que change l'économie pour demeurer pertinente. Cependant, nous devons signaler la leçon que l'on tire un peu partout dans le monde de la persistance des mesures de réglementation adoptées dans les années 30 en réponse aux problèmes qui se posaient à l'époque (Cassese, 1984).

Un cadre de réglementation qui n'évolue pas est non seulement un obstacle éventuel à un bon système de régie des sociétés, mais il peut aussi en gêner

l'évolution. Kanda (1993) a produit un article inspirant sur le rôle de la réglementation dans les systèmes de droit codifié, notamment au Japon. Il soutient que la réglementation a nui à l'innovation sur les marchés financiers et a ralenti l'évolution du système financier vers un plus grand recours aux marchés.

Pour boucler la bouche amorcée au début de notre propos, je reviens à la question soulevée par Juvénal il y a 2 000 ans : *Sed quis custodiet ipsos custodes ?* (Mais qui garde les gardiens ?) Les responsables de la réglementation ne sont pas des saints. Pour empêcher qu'ils deviennent des démons, un système efficace de régie des sociétés requiert, en définitive, que les gouvernés gouvernent les responsables de la réglementation. Il se pose à tout le moins un problème de collusion entre les gouverneurs et les responsables de la réglementation, qui peut ou non servir l'intérêt général. Breton et Wintrobe (1978) ont élaboré une théorie intéressante de la « persuasion morale », dans laquelle ils soutiennent que la persuasion morale est un échange mutuellement avantageux entre la banque centrale et les banques commerciales. Les banques commerciales coopèrent avec la banque centrale non seulement parce qu'elles craignent les sanctions administratives ou juridiques, mais parce que la banque centrale offre un *quid pro quo* d'information, de règles et d'autres services qui facilite la collusion entre les banques.

À l'extrême, un système dans lequel les responsables de la réglementation échappent eux-mêmes à toute surveillance glissera vers la corruption. Klitgaard (1988) en a donné une formulation éclairante : corruption = monopole + pouvoir discrétionnaire - obligation de rendre compte. Dans une analyse plus formelle, Schleifer et Vishny (1993) ont soutenu que la structure des institutions gouvernementales et du processus politique sont des déterminants fondamentaux du niveau de corruption dans une société.

Conclusion

En modifiant le système de régie des sociétés, nous faisons face à la tâche de modifier les structures pour qu'elles assurent plus efficacement leurs fonctions, qui consistent à limiter l'exercice de l'opportunisme et à réduire la probabilité que des erreurs de jugement soient commises. Riggs (1970) a proposé trois axiomes structurels-fonctionnalistes qui constituent un bon point de départ pour réfléchir à certains des problèmes que soulèvent les tentatives visant à améliorer le système de régie d'entreprise.

- Les structures ont tendance à se perpétuer en dépit des changements qui surviennent dans leurs fonctions.
- Même si une structure donnée assure normalement une fonction donnée, il n'est pas garanti qu'il en sera toujours ainsi.
- À cause des contraintes imposées par la technologie sociale actuelle, certaines fonctions ne peuvent être assurées que par une structure ou un ensemble de structures donné.

Ces axiomes incitent à une certaine prudence dans nos efforts visant à décrire les structures en termes de fonctions : les rôles historiques peuvent ne pas constituer un bon guide pour les rôles actuels; des structures semblables dans des pays différents peuvent ne pas avoir les mêmes fonctions; et nous ne sommes pas libres de concevoir le système à notre guise.

Enfin, cette analyse des systèmes japonais, allemand et américain laisse penser que nous ne sommes pas libres de sélectionner ni d'agencer les éléments, en s'inspirant ici d'un modèle et là d'un autre. Un système constitue un tout cohérent. Les systèmes financiers qui existent à travers le monde sont le produit de cheminements historiques différents et de valeurs politiques différentes. Ces systèmes traduisent aussi différents contextes économiques. Tout système évolué de régie d'entreprise est une entité complexe à l'intérieur de laquelle les rapports (entre les parties et entre les structures et les fonctions) ne sont pas tout à fait clairs ou bien compris. Nous devons par conséquent nous méfier des conséquences imprévues des tentatives de réforme.

Remerciements

Encore une fois, j'aimerais remercier Randall Morck, Industrie Canada et la Fondation de recherche financière du Canada de m'avoir invité à participer à ce volet de la conférence consacrée à une question aussi importante.

Bibliographie

Allen, Franklin, « Strategic Management and Financial Markets », *Strategic Management Journal*, vol. 14, 1993, p. 11-22.

Aoki, M., « Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Historical View », Center for Economic Policy Research, Université Stanford, publication n° 352, 1993.

Aoki, M., Hugh Patrick et Paul Sheard, « The Main Bank System, an Introductory Overview », paru dans *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, ouvrage publié sous la direction de M. Aoki et Hugh Patrick, Oxford University Press, New York, 1995.

Breton, Albert et Ronald Wintrobe, « A theory of 'Moral Suasion' », *Revue canadienne d'économique*, vol. 11, 1978, p. 210-219.

Cable, John, « Capital Market Information and Industrial Performance: The Role of West German Banks », *The Economic Journal*, vol. 95, n° 1, 1985, p. 118-132.

Cassese, Sabino, « The Long Life of the Financial Institutions Set up in the Thirties », *Journal of European Economic History*, vol. 13, n° 2, 1984, p. 273-294.

Casson, Mark, « Cultural Determinants of Economic Performance », *Journal of Comparative Economics*, vol. 17, 1993, p. 418-442.

Dufey, Gunter, « Banks in the Asia-Pacific Area », paru dans *Asia Pacific Dynamics*, ouvrage publié sous la direction de R. Moxon, J. F. Truit et T. Roehl, JAI Press, Greenwich (Conn.), 1983.

Flath, David, « Shareholding in the Keiretsu, Japan's Financial Groups », *Review of Economics and Statistics*, vol. 75, 1993, p. 249-257.

Hirschmann, A. O., *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1979.

Hodder, James E. et Adrian E. Tschoegl, « Some Aspects of Japanese Corporate Finance », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 20, 1985, p. 173-191.

_____, « Corporate Financing in Japan », paru dans *Japanese Capital Markets*, ouvrage publié sous la direction de Shinji Takagi, Basil Blackwell, Cambridge (Mass.), 1993.

Hoshi, Takeo, Anil Kashyap et David Scharfstein, « Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationships », paru dans *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, ouvrage publié sous la direction de R. Glenn Hubbard, University of Chicago Press, Chicago, 1990, p. 105-126.

Huang, Peter H. et Ho-Mou Wu, « More Order without More Law: A Theory of Social Norms and Organizational Culture », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 10, n° 2, 1994, p. 390-406.

Kanda, Hideki, « The Regulatory Environment for Japanese Capital Markets », paru dans *Japanese Capital Markets*, ouvrage publié sous la direction de Shinji Takagi, Basil Blackwell, Oxford, 1993, p. 196-211.

King, Robert G. et Ross Levine, « Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n° 3, 1993, p. 717-737.

Kleeberg, John M., « Universal Banks: The Sonderweg of German Finance », St.Catherine's College, Oxford, document non publié, 1986.

Klein, Benjamin et Keith B. Leffler, « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance », *Journal of Political Economy*, vol. 89, n° 41, 1981, p. 615-641.

Klitgaard, Robert, *Controlling Corruption*, University of California Press, Berkeley (Cal.), 1988.

McKinnon, Ronald I., *The Order of Economic Liberalization*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1991 et 1993.

Miyajima, Hideaki, « The Transformation of Zaibatsu to Postwar Corporate Groups – From Hierarchically Integrated Groups to Horizontally Integrated Groups », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 8, 1994, p. 293-328.

Morck, Randall et Masao Nakamura, « Banks and Corporate Control in Japan », Institute for Financial Research, Université de l'Alberta, document de travail n° 6-92, septembre 1992.

Porter, Michael, « Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System », *Harvard Business Review*, septembre-octobre 1992, p. 65-82.

Riggs, Fred W., « Systems Theory: Structural Analysis », paru dans *Approaches to the Study of Political Science*, ouvrage publié sous la direction de Michael Haas et Henry S. Kariel, Chandler, Scranton (Penn.), 1970.

Rybczynski, Tad M., « Industrial Finance System in Europe, U.S. and Japan », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 5, 1984, p. 275-286.

Schaede, Virike, « Change and Continuity in Japanese Regulation », table ronde sur l'économie internationale, document de travail n° 66, Université de la Californie, Berkeley, mars 1994.

Schleifer, Andrei et Robert W. Vishny, « Corruption », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, n° 3, 1993, p. 599-617.

Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1911.

Sheard, Paul, « The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan », *Journal of Economic Behavior and Organizations*, vol. 11, 1989, p. 399-422.

_____, « Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System », *Journal of the Japanese and International Economies*, vol. 8, 1994, p. 1-21.

Telser, Lester G., « A Theory of Self-Enforcing Agreements », *Journal of Business*, vol. 53, n° 1, 1980, p. 27-44.

Wallich, Henry C. et Mabel I. Wallich, « Banking and Finance », paru dans *Asia's New Giant: How the Japanese Economy Works*, ouvrage publié sous la direction de Hugh Patrick et Henry Rosovsky, The Brookings Institution, Washington (D.C.), 1976.

Walter, Ingo, « The Battle of the Systems: Control of Enterprises and the Global Economy », *Journal of International Securities Markets*, vol. 6, hiver 1992, p. 309-317.

Weinstein, David E. et Yishay Yafeh, « On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan », Département d'économique, Université Harvard, document non publié, 1994*a*.

_____, « Japan's Corporate Groups: Collusive or Competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior », Département d'économique, Université Harvard, document non publié, mai 1994*b*.

Wintrobe, Ronald et André Breton, « Organizational Structure and Productivity », *American Economic Review*, vol. 76, n° 3, 1986, p. 530-538.

Sixième partie
Régie des sociétés et responsabilité sociale

Robert Howse et Ronald J. Daniels
Faculté de droit
Université de Toronto

15

Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation fondée sur des stimulants

INTRODUCTION

DE NOS JOURS, LES CANADIENS SONT TRÈS PRÉOCCUPÉS par la criminalité dans les entreprises et par les entreprises qui ne se conforment pas à la réglementation, notamment en matière d'environnement, aux lois sur les valeurs mobilières et aux règlements sur la santé et la sécurité professionnelles. Cette préoccupation croissante a suscité des propositions en vue d'étendre la responsabilité pour la conduite illégale d'une entreprise[1] (en tenant les administrateurs *personnellement* responsables des actes de l'entreprise, par exemple); elle a aussi fait surgir des arguments en faveur de l'imposition de sanctions beaucoup plus lourdes aux entreprises (et aux personnes fautives dans ces entreprises) pour les cas de conduite répréhensible. Les travaux récents traduisent un débat animé au sujet de l'efficacité des mesures proposées pour ce qui est de réprimer les comportements illégaux dans l'entreprise et de leurs répercussions sur son fonctionnement en tant qu'institution économique[2].

À quelques exceptions notables près[3], l'attention accordée au débat sur les peines et les règles de responsabilité a relégué à l'arrière-plan un aspect essentiel de toute mesure de dissuasion efficace; la capacité de surveiller et de décourager les actes répréhensibles au sein de l'entreprise. Le peu d'attention accordé à la possibilité d'obtenir une plus grande conformité en renforçant la surveillance et la détection est étonnant pour plusieurs raisons. Premièrement, comme l'a noté Jennifer Arlen, de nombreux crimes commerciaux – tels que les fraudes liées aux valeurs mobilières ou aux marchés publics et certains crimes environnementaux – ne peuvent être facilement détectés par l'État[4]. Deuxièmement, il y a une littérature assez abondante sur la réforme de la réglementation qui relie l'inefficacité de nombreuses formes classiques de réglementation directe aux coûts et aux problèmes inhérents aux activités publiques de surveillance et de détection des actes illicites[5]. Troisièmement, l'un des dogmes les plus largement acceptés en criminologie

contemporaine est qu'il est généralement plus efficace d'accroître la probabilité de détection et de poursuite, comme moyen de dissuasion, que d'alourdir les peines imposées. En d'autres termes, il est préférable d'avoir un policier supplémentaire de faction que de construire de nouvelles cellules[6].

Dans la présente étude, nous tentons de corriger en partie l'attention insuffisante accordée à la surveillance et à la détection dans le débat actuel sur la responsabilité criminelle et réglementaire des entreprises. Si l'on accepte que la surveillance directe de la conduite des entreprises par l'État comme moyen de détection a peu de chance d'offrir un bon ratio coût-efficacité, nous devons alors tenter de préciser quels sont les agents au *sein* de l'entreprise, dont le concours pourrait être sollicité à des fins de surveillance et de détection[7] et envisager comment les politiques gouvernementales pourraient offrir des stimulants plus puissants à ces agents, en leur facilitant la tâche d'identifier et de divulguer les cas de conduite illicite dans les entreprises. En abordant cette analyse, nous examinons d'abord une mesure de ce genre qui a suscité une attention et une controverse publiques soutenues au cours de la dernière décennie, en l'occurrence la « protection des dénonciateurs ».

Reconnaissant que les agents au sein des entreprises (et des institutions gouvernementales) s'exposent à des représailles sous la forme d'un congédiement s'ils divulguent les comportements illicites qu'ils observent, de nombreux gouvernements en Amérique du Nord ont adopté des lois visant à protéger les employés-dénonciateurs, soit en leur accordant un droit d'action privé lorsqu'ils sont congédiés par mesure de représailles pour avoir dénoncé des faits, soit en interdisant ces congédiements ou d'autres mesures disciplinaires motivées par un désir de rétorsion[8]. Toutefois, ce ne sont pas ces modestes clauses de protection qui ont capté l'imagination du public; celles-ci n'ont pas non plus contribué sensiblement à la divulgation de fraudes spectaculaires dans les entreprises. Plutôt, c'est le fait d'offrir (ou la perspective de toucher) des récompenses substantielles ou des primes à la dénonciation, notamment en vertu de la *False Claims Act*, une loi fédérale américaine (telle que modifiée en 1986), qui a eu ce résultat[9]. En vertu des dispositions de cette loi[10], une personne[11] qui découvre une pratique illicite ayant causé un préjudice au gouvernement des États-Unis (une fraude liée à un contrat du secteur de la défense, par exemple) peut poursuivre en justice l'entreprise qui a commis l'acte illicite. Le gouvernement a la possibilité de s'associer à la poursuite, mais le particulier peut aller de l'avant même si le gouvernement refuse de s'engager dans la poursuite. Si le dénonciateur gagne son procès, il pourra toucher une prime dont la valeur se situe entre 25 et 30 p. 100 de la totalité des pénalités et autres dommages-intérêts imposés au coupable. Dans les cas où le ministère de la Justice participe à la poursuite, le montant *minimum* obtenu est de 15 p. 100. Si le plaignant perd sa cause, il doit assumer ses propres frais juridiques mais non ceux du défendeur *sauf* si le tribunal est convaincu du caractère vexatoire de la poursuite. Les causes les plus spectaculaires de dénonciation ont porté sur des fraudes de plusieurs millions de dollars, notamment dans les domaines de la défense et des soins de santé, où ils ont habituellement mené à des condamnations.

Dans ces cas, les dénonciateurs ont souvent reçu ce qui semble être des sommes très importantes; de fait, celles-ci traduisent l'ampleur des fraudes découvertes et les économies énormes que peut ainsi réaliser l'État.

En dépit des économies que peuvent comporter ces initiatives pour le Trésor public, les primes à la dénonciation offertes en vertu de la *False Claims Act* ont soulevé la controverse. Premièrement, on a fait valoir qu'une bonne partie de l'information révélée lors des poursuites intentées aux termes de la *False Claims Act* aurait été divulguée même si une prime plus modeste avait été offerte. Deuxièmement, les entreprises sont vulnérables à de fausses déclarations de dénonciateurs opportunistes qui pourraient être incités à forcer certaines entreprises à conclure un règlement financier afin d'éviter les effets préjudiciables sur leur réputation et les conséquences connexes d'accusations largement diffusées, même si celles-ci sont mal fondées. Troisièmement, on soutient parfois que le fait de récompenser de l'extérieur les dénonciateurs nuit aux efforts visant à mettre en place des mécanismes internes d'observation de la loi, ou encore que cela a un effet de désincitation sur les dénonciateurs « internes ». Ainsi, un employé peut être dissuadé de signaler rapidement un incident de conduite illicite aux dirigeants de l'entreprise devant la perspective de toucher une récompense importante en le divulguant lors d'un procès, minant du même coup les efforts internes visant à faire respecter la loi dans l'entreprise (dont l'importance est souvent notée dans les travaux connexes sur les politiques et le droit)[12]. Quatrièmement, on affirme souvent que le fait de calculer la récompense du dénonciateur en fonction du montant des pénalités (c'est-à-dire, du degré de gravité et de la portée de la conduite illicite), incite les dénonciateurs à rapporter ces faits tardivement, c'est-à-dire, après que les effets de la corruption aient eu des conséquences beaucoup plus graves, plutôt que de dévoiler immédiatement les preuves de corruption dans l'entreprise.

Enfin, certains analystes s'inquiètent de la possibilité que le versement d'une prime aux dénonciateurs puisse miner la confiance et l'esprit d'équipe au sein de l'entreprise, des éléments que plusieurs jugent essentiels au succès des entreprises en tant qu'institutions économiques. Comme il ressort des diverses expressions populaires péjoratives employées pour décrire la dénonciation (mouchardise, bavardage, délation, etc.), le fait de dénoncer des collègues de travail, des associés ou des supérieurs aux autorités a souvent une connotation morale négative. Cette connotation a été puissamment renforcée à notre époque par le recours fréquent aux « informateurs » dans les régimes totalitaires – de gauche et de droite –, une pratique souvent associée à l'image répulsive qu'évoquent ces régimes.

La présente étude s'inspire largement des techniques d'analyse et des études empiriques publiées dans les disciplines du droit, de l'économique et du comportement organisationnel. Étant donné que la compréhension des effets des primes à la dénonciation passe par la compréhension des motivations des dénonciateurs et des effets de leurs actes sur les aspects essentiels de l'éthique de l'entreprise (en tant qu'association d'êtres humains), nous espérons que notre étude contribuera

aussi au débat plus subtil et informé sur la moralité de la pratique de la dénonciation.

AVONS-NOUS BESOIN DE PLUS DE STIMULANTS ?

LA QUESTION ÉVIDENTE QUI SE POSE DANS LE DÉBAT sur la dénonciation est la suivante : A-t-on besoin de nouveaux instruments qui pourraient servir à accroître la probabilité de détecter des comportements criminels ou quasi criminels de la part des entreprises ? Si, comme l'indiquent les travaux publiés en sciences économiques[13], les pénalités imposées aux entreprises pour conduite illicite équivaut à l'impact social du comportement reproché, divisé par la probabilité de détection, le coût social total de la réglementation et des comportements illicites des entreprises devrait être minimum – maximisant par le fait même le bien-être de la société[14]. Selon cette théorie, toute faiblesse sur le plan de la détection et des poursuites peut être compensée en renforçant la pénalité imposée. Mais en pratique, cette théorie se butte à plusieurs obstacles. Tel qu'indiqué précédemment, les travaux publiés en criminologie reconnaissent de plus en plus que le fait d'accroître les sanctions ne peut facilement se substituer à une faible probabilité de détection. Un autre facteur qui milite contre le recours à des pénalités plus dures comme moyen de limiter la criminalité dans les entreprises a trait au problème de la dissuasion marginale : il y a une tendance au nivellement des amendes optimales entre différentes catégories de crimes, ce qui réduit l'incitation que pourraient avoir les délinquants à éviter les formes les plus socialement dommageables de comportement. En outre, dans la mesure où l'on compte sur les pénalités financières comme principal moyen d'imposer les comportements souhaités, l'efficacité de ces mesures dépend de la solvabilité financière des délinquants. Si les amendes dépassent les biens qu'ils possèdent, l'ampleur de la pénalité attendue est effectivement plafonnée, peut-être à des niveaux bien inférieurs à ce qui serait socialement optimal.

Ce problème est particulièrement épineux dans le cas des entreprises dont les actionnaires, qui sont nominalement les mandants de la société, n'ont qu'une responsabilité limitée (le risque financier auquel les exposerait la conduite illicite de l'entreprise se limite aux fonds qu'ils y ont investis ou qu'ils se sont engagés à y investir). Relever les pénalités au delà de la richesse réelle des actionnaires, n'aura donc qu'un effet limité sur leur comportement et, partant, celui de l'entreprise[15]. Des données indiquent toutefois que les actionnaires ne sont habituellement pas la principale source d'impulsion des comportements illicites dans une entreprise, du moins dans celles dont la propriété est largement dispersée[16]. Comme l'a noté Jennifer Arlen, les crimes dans les entreprises ne sont pas commis par les entreprises elles-mêmes, mais plutôt par ses mandataires[17]. Il n'en reste pas moins que la responsabilité limitée des actionnaires a pour effet de restreindre l'effet de dissuasion des amendes et pénalités en limitant leur incitation à exercer une surveillance sur les mandataires de l'entreprise. En outre, alors que les autres investisseurs (les créanciers) risquent de subir des pertes financières dans l'éventualité où l'avoir des

actionnaires serait inférieur au niveau de l'amende imposée à l'entreprise pour conduite illicite, des contraintes contractuelles et juridiques limitent la mesure dans laquelle ils peuvent intervenir[18]. Dans cette veine, Polinsky et Shavell (1993) ont fait valoir que les difficultés qui surgissent en tentant de relever les amendes au niveau correspondant à une pénalité optimale justifieraient le recours aux sanctions de l'État dans les cas d'actes illicites, notamment l'emprisonnement des représentants des entreprises en cause[19]. Néanmoins, si l'emprisonnement peut être une solution efficace pour certains types de crimes commis dans les entreprises, son utilité est limitée par des problèmes endémiques d'information qui rendent difficile pour l'État l'identification des mandataires responsables du comportement illicite de l'entreprise[20].

Si le fait d'alourdir la peine ne constitue pas un moyen efficace de limiter les comportements illicites dans les entreprises, pourquoi alors ne pas s'en remettre à la surveillance de l'État pour accroître la probabilité de détection et assurer des niveaux optimaux de conformité aux lois dans les entreprises ? Un élément d'importance primordiale, qui milite contre le recours à la surveillance externe est, bien entendu, l'insuffisance des ressources budgétaires du secteur public[21]. Depuis la période d'après-guerre, les demandes du public ont augmenté à un rythme tel dans les démocraties industrialisées, que les gouvernements n'ont pas été en mesure d'engendrer toutes les recettes requises pour financer de nouveaux programmes, même lorsqu'il était clair que ces programmes pourraient produire des avantages sociaux plus importants que ceux attribuables aux programmes existants. Pour ce qui est de l'investissement marginal dans les activités de surveillance, l'absence d'effet de démonstration, conjuguée à la présence de coalitions stables et puissantes en faveur des programmes existants, a limité la mesure dans laquelle les responsables publics pouvaient réorienter les ressources de l'État vers des activités présumément plus utiles, comme une intensification de la surveillance pour faire en sorte que les entreprises se conforment aux objectifs gouvernementaux.

L'incapacité du secteur public de trouver de nouvelles ressources ou de réorienter des ressources existantes vers les activités de surveillance n'est toutefois qu'une des raisons qui expliquent que l'on n'ait pas accru les dépenses dans ce domaine. L'inefficience des mécanismes de surveillance publics par rapport aux mécanismes privés est aussi en cause. D'abord, contrairement aux mécanismes de surveillance publics (externes), les agents au sein de l'entreprise peuvent avoir accès très rapidement à des données à jour, sans devoir y consacrer de ressources supplémentaires. Pour coordonner l'activité interne de l'entreprise, les actionnaires (ou leurs représentants au niveau de la direction) investissent dans des systèmes internes d'information et de contrôle permettant d'acquérir, de transmettre et d'analyser des renseignements sur les décisions de l'entreprise du point de vue de la conformité aux lois, en exploitant des économies de diversification. Par contre, les surveillants gouvernementaux peuvent avoir de la difficulté à accéder aux systèmes d'information de l'entreprise et être forcés d'investir dans des systèmes parallèles (et, peut-être, plus coûteux).

En outre, si l'on peut éviter jusqu'à un certain point les dédoublements d'investissement dans les activités de surveillance en s'assurant que l'État concentre ses efforts sur la vérification plutôt que sur une surveillance continue, la fiabilité des renseignements obtenus de cette façon est très faible. Les entreprises peuvent facilement manipuler les données recueillies par les autorités, donnant ainsi une impression plus favorable de leur effort de conformité aux lois que la réalité. Même en l'absence de tentative délibérée pour « trafiquer les livres », les renseignements obtenus par les vérificateurs gouvernementaux peuvent être peu fiables en raison des fluctuations stochastiques de la production d'une entreprise. Ainsi, les responsables de la surveillance environnementale peuvent, par inadvertance, prélever un échantillon des émissions rejetées par une entreprise polluante au moment où le niveau des émissions réglementées est inhabituellement faible.

Même si l'État a la capacité technique requise pour recueillir des données brutes sur l'incidence des comportements illicites dans les entreprises, il se bute souvent à des obstacles importants au moment d'interpréter et d'analyser ces données en regard des pratiques de l'entreprise et de l'industrie. En partie, la difficulté dépend des contraintes de rémunération qui s'exercent dans le secteur public, lesquelles réduisent la capacité d'attirer au service de l'État des spécialistes de haut calibre de l'industrie. En partie aussi, cela est fonction des problèmes que tout intervenant externe à un secteur doit affronter en tentant de comprendre et d'évaluer les effets de pratiques nouvelles dans un contexte organisationnel et technologique marqué par une évolution rapide et fondamentale. La réglementation des marchés financiers nous fournit un bon exemple à cet égard; l'ingéniosité et les stratagèmes d'agents peu scrupuleux présents sur le marché sont généralement supérieurs à la compétence analytique des inspecteurs gouvernementaux et des agents chargés de l'application des lois, avec pour résultat que l'on réussit souvent à dissimuler des comportements illicites aux organismes publics chargés d'appliquer la réglementation[22].

Même si les autorités étaient en mesure d'imposer des niveaux optimaux de responsabilité aux entreprises sans devoir recourir à des pénalités financières excessives, les conflits sur le plan de l'encadrement interne soulèveraient de nombreux problèmes de conformité difficiles à résoudre. Depuis Berle et Means (1932), de nombreux spécialistes du comportement des entreprises ont mis l'accent sur la question de la responsabilité dans l'entreprise moderne, notamment les devoirs des gestionnaires envers les actionnaires[23]. La préoccupation est que les gestionnaires exploiteront les pouvoirs que leur ont délégués les actionnaires pour promouvoir leurs propres intérêts. Par la suite, les spécialistes du droit et de l'économie ont formalisé et généralisé ces problèmes d'obligation de rendre compte, en faisant appel à l'analyse de la théorie de l'intérêt de l'agent. Cette analyse met l'accent sur les problèmes de responsabilité qui se posent dans une entreprise moderne lorsque les mandants délèguent des pouvoirs aux mandataires et que l'information est imparfaite[24]. Dans le contexte des actes illicites des entreprises, on s'inquiète de la possibilité que les gestionnaires ignorent les instructions données par les actionnaires pour s'assurer que l'entreprise se conforme à ses

obligations juridiques à cause des avantages qu'ils peuvent tirer d'une comportement interdit, sous la forme d'une rémunération accrue ou d'autres avantages spéciaux. Ainsi, en économisant ou en lésinant sur les dépenses qu'ils doivent faire pour se conformer à la réglementation (par exemple, dans le domaine de l'environnement ou de la santé et de la sécurité professionnelles), les gestionnaires peuvent accroître les bénéfices déclarés, ce qui, en supposant qu'ils sont assujettis à des modalités de rémunération incitatives, se traduira par une hausse du traitement qu'ils reçoivent. Même s'il y a risque que la conduite illicite soit détectée et punie par l'État (entraînant des pertes pour les actionnaires), le fait qu'il y ait un retard important entre le moment où a lieu l'acte illicite et celui où il est détecté, la difficulté de déterminer les niveaux de responsabilité personnelle pour la conduite reprochée à l'organisation et les problèmes d'action collective qui gênent la capacité des actionnaires de discipliner les gestionnaires fautifs se conjuguent pour réduire la probabilité que la faute mène à l'imposition de sanctions (dont le congédiement) aux dirigeants. Bien entendu, dans la mesure où les gestionnaires ont une aversion pour le risque parce qu'ils possèdent un investissement important en capital humain propre à l'entreprise, cela pourrait limiter la mesure dans laquelle ils sont disposés à participer à des actes illicites qui pourraient les amener à perdre leur emploi.

Jusqu'à maintenant, nous avons mis l'accent sur les problèmes d'encadrement qui existent entre les actionnaires et les dirigeants. Cependant, comme il ressort de la littérature sur le comportement organisationnel, les questions de responsabilité ne se limitent pas aux niveaux supérieurs de l'entreprise; on les retrouve aussi dans les rapports entre les employés de niveau supérieur, intermédiaire et subalterne. Ainsi, les gestionnaires subalternes peuvent poursuivre des objectifs opposés à ceux fixés par les gestionnaires supérieurs parce que les gains qu'ils peuvent tirer d'un comportement déviant sont supérieurs aux coûts. Ces problèmes d'encadrement interne (souvent décrits comme la « poursuite d'objectifs secondaires ») se manifestent aussi par des flux d'information faussés entre gestionnaires subalternes et supérieurs (enclavement de l'information). Le résultat net de ces facteurs est de compromettre la capacité des gestionnaires supérieurs de mettre en œuvre et de gérer un régime efficace de conformité aux lois[25]. Ce problème est indéniablement aggravé par ce que l'on a appelé la « folie collective », soit la tendance des groupes à prendre des risques excessifs (relativement aux niveaux de risque qu'un particulier serait disposé à assumer). Ainsi, dans la mesure où les gestionnaires intermédiaires et subalternes se fondent en un seul groupe, ils peuvent accepter des risques plus grands, même celui de perdre leur emploi, en enfreignant les stratégies d'observation des lois imposées par l'entreprise.

Pris ensemble, ces facteurs font ressortir la nécessité d'instruments supplémentaires visant à harmoniser les intérêts des entreprises à ceux de la société pour faire en sorte que les premières aient un comportement responsable. Dans la section qui suit, nous envisageons le rôle que pourrait jouer l'un de ces instruments – la dénonciation pour favoriser une telle correspondance.

L'UTILITÉ DE LA DÉNONCIATION

L'UTILITÉ DE LA DÉNONCIATION EN TANT QU'INSTRUMENT DE CONTRÔLE des entreprises repose sur sa capacité d'induire chez les agents d'une entreprise, qui sont au fait de la conduite illicite de cette dernière, de divulguer l'information sans délai aux surveillants internes et externes. Essentiellement, le fait de récompenser les dénonciateurs vise à déstabiliser les coalitions dans l'entreprise qui voudraient conspirer contre le bien public en accroissant l'attrait de stratégies de défection personnelle. Les stimulants à la dénonciation sont aussi intéressants parce qu'ils permettent d'exploiter les systèmes internes d'information. Comme nous l'avons déjà indiqué, contrairement aux mécanismes de surveillance externe, la dénonciation profite des investissements déjà faits dans les systèmes internes de gestion et d'information. Ces avantages sont toutefois tempérés par certains coûts.

D'abord, les stimulants à la dénonciation peuvent fausser les structures décisionnelles et les flux d'information optimaux dans l'entreprise. Si les gestionnaires supérieurs se livrent à des comportements illicites et qu'ils n'ont pas l'assurance que les subalternes appuieront leurs activités en gardant le silence, on peut s'attendre à ce qu'ils tentent de restructurer les pratiques de l'organisation et les systèmes décisionnels afin de limiter l'accès qu'ont les employés pouvant faire défection aux renseignements qui révèlent ou laissent penser qu'il y a activité illicite. Il est clair que si les systèmes décisionnels et d'information permettant de vérifier la conformité aux lois sont ceux qui servent à coordonner la production de l'entreprise, la distorsion de ces systèmes pour dissimuler la conduite répréhensible des gestionnaires peut alors imposer des coûts importants sur le plan de l'efficience. Cette préoccupation est notamment pertinente à la lumière de l'importance croissante accordée dans les travaux de recherche sur l'organisation aux avantages d'une prise de décisions décentralisée pour acquérir un avantage concurrentiel.

Un deuxième point est que la dénonciation peut inciter les dirigeants à obliger les employés subalternes à sur-investir dans le capital humain propre à l'entreprise ou à l'industrie afin de hausser le coût éventuel d'une dénonciation. Un investissement élevé dans le capital humain propre à l'entreprise ou à l'industrie, notamment si le coût de cet investissement est supporté en grande partie par l'employé en retour d'une rémunération future, augmente la vulnérabilité de ce dernier aux représailles de l'entreprise s'il y a dénonciation, notamment sous la forme d'une perte d'emploi.

Une troisième préoccupation a trait à l'effet de la dénonciation sur la culture de l'entreprise et le travail d'équipe. Certains analystes affirment qu'en créant de forts stimulants individuels à dénoncer les politiques perverses de l'entreprise, on mine la capacité des gestionnaires d'obtenir des engagements durables envers la culture de l'entreprise et le travail d'équipe. Cependant, il importe de ne pas accorder une importance démesurée à cette question. Les stimulants à la dénonciation ne mineront pas une culture d'entreprise fondée sur l'honnêteté et la loyauté; elles compromettront plutôt les cultures qui s'appuient sur l'engagement pervers à comploter contre le bien public.

Les primes à la dénonciation qui atteignent des montants comme ceux que l'on a souvent pu observer aux États-Unis depuis une dizaine d'années sont assurément coûteuses. Comme les autres dépenses faites par l'État pour influencer le comportement (par exemple les subventions versées aux entreprises), une question évidente est de savoir si le coût de la prime se justifie en fonction de sa capacité d'engendrer des avantages en modifiant la conduite de la personne qui la reçoit. Il se peut qu'une bonne partie des initiatives prises par le dénonciateur se produiraient même en l'absence d'un paiement ou avec un stimulant moins important. Un point de départ approprié à l'étude des coûts et des avantages des primes à la dénonciation pourrait être d'examiner la ligne de conduite « fondamentale » des personnes sur lesquelles agit la prime. Autrement dit, outre la prime à la dénonciation, quels sont les stimulants qui influent sur le comportement des personnes en cause, notamment celles qui appartiennent à l'entreprise, pour les inciter à divulguer les comportements illicites. Quels sont par ailleurs les facteurs de désincitation ?

Un facteur important qui influe probablement sur la divulgation des cas de conduite illicite dans les entreprises est le sens de la responsabilité ou du devoir public, ainsi que la satisfaction qui découle de l'accomplissement de ce devoir[26]. Il y a par ailleurs des cas où la conduite illicite de l'entreprise expose les dénonciateurs, leurs amis et/ou leurs familles à des risques qui pourraient constituer des menaces réelles (par exemple, les menaces engendrées par l'inobservation de la réglementation en matière de santé et de sécurité professionnelles, la réglementation dans le domaine de l'énergie nucléaire, la sécurité du transport aérien, etc.). Ces risques constituent pour les employés un puissant stimulant à la dénonciation. Troisièmement, un comportement illicite grave et persistant peut avoir des effets désastreux sur la réputation de l'entreprise et de ses gestionnaires. Il peut provoquer le déclin économique de l'entreprise ce qui, en retour, pourra engendrer des risques plus grands de perte d'emploi pour les employés ou, dans le cas des gestionnaires supérieurs, une baisse de la valeur des actions qu'ils détiennent dans l'entreprise ou d'autres éléments de leur rémunération liés au rendement de celle-ci. Quatrièmement, dans certains cas, les dirigeants peuvent même récompenser les employés qui signalent les cas de conduite fautive parce que cela permet d'éviter ou de réduire la responsabilité de l'entreprise[27]. Enfin, l'occasion de neutraliser ses rivaux ou de punir ses ennemis au sein d'une entreprise peut constituer un motif de dénonciation.

Les facteurs de désincitation les plus puissants sont liés à la possibilité de mesures de représailles de la part de collègues ou de l'entreprise, y compris le congédiement du dénonciateur[28]. Parmi les autres facteurs de désincitation, il y a la crainte que la détection du comportement illicite nuise à l'entreprise, accroissant ainsi le risque que l'employé perde son emploi ou que sa réputation soit ternie en raison du fait qu'il était associé à l'entreprise lorsque la faute a été révélée.

Devant cette gamme de facteurs d'incitation à la dénonciation, on pourrait s'attendre à obtenir un taux élevé de dénonciation en réprimant tout simplement

l'élément clé de dissuasion – la crainte des représailles. Mais la protection réellement offerte aux dénonciateurs par les lois (les mesures législatives qui permettent aux dénonciateurs d'intenter des poursuites pour congédiement injustifié ou qui, d'une autre façon, dissuadent les intéressés de prendre des mesures punitives) comportent de sérieuses lacunes. D'abord, la plupart des mesures législatives visant à protéger les dénonciateurs ne prévoient pas de recours dans le cas de représailles n'allant pas jusqu'au congédiement – par exemple, les rétrogradations, les transferts non souhaités vers d'autres régions, le fait d'ignorer la candidature de l'employé pour une promotion, le fait d'écarter un employé du rôle décisionnel correspondant à son niveau hiérarchique ou encore de le soumettre à une surveillance ou à une attention démesurée au travail et à l'extérieur, ainsi que les pressions d'ordre psychologique[29].

Bien entendu, individuellement et/ou cumulativement, certaines de ces mesures pourraient être considérées comme un « licenciement déguisé ». Mais même en supposant une application innovatrice du principe du congédiement « de fait » et en permettant que les mesures de protection prévues par la loi s'étendent aux formes de discipline ou de vengeance qui ne vont pas jusqu'au congédiement, de sérieux obstacles sur le plan de la preuve et de l'interprétation se dressent du point de vue du suivi judiciaire ou réglementaire du traitement que réserve un employeur à un employé *après* une dénonciation. Dans certains cas, les mesures prises par l'employeur, que l'employé assimile à de la vengeance, peuvent avoir été prises pour des fins légitimes ou encore être masquées derrière des fins légitimes pour l'entreprise. La présomption que tout traitement postérieur qui est sous-optimal par rapport aux intérêts de l'employé constitue des représailles entraverait des décisions d'affaires par ailleurs efficientes. À l'opposé, en imposant un fardeau de la preuve trop lourd à l'employé en lui demandant de démontrer l'intention associée aux mesures de représailles, on pourrait facilement en venir à une pénalisation sous-optimale de ces mesures, qui pourraient plus ou moins être dissimulées sous la forme de politiques de gestion du personnel. Même en supposant que l'on puisse parvenir à un équilibre approprié, chercher à prévenir les formes les plus subtiles de représailles exigerait, dans la plupart des cas, une surveillance judiciaire assidue des micro-décisions des entreprises – à un coût considérable pour le dénonciateur, l'entreprise et le Trésor public.

Lorsqu'un dénonciateur parvient éventuellement à obtenir un règlement pour licenciement déguisé, les répercussions sur sa réputation peuvent nuire à ses chances de réemploi ailleurs dans la même industrie ou dans la même localité. (Mais selon la façon dont les autres employeurs jugent le comportement fautif divulgué, ils *pourraient* accueillir le dénonciateur; mais ce n'est pas là une solution sur laquelle le dénonciateur éventuel peut compter.) Glazer et Migdal (1989) ont étudié le sort qu'ont connu 41 dénonciateurs qu'ils décrivent comme des résistants pour des raisons morales. Du nombre, 28 (68,3 p. 100) ont eu de la difficulté à se trouver un emploi après avoir dénoncé leur employeur et 18 ont dû trouver un emploi dans un « domaine non relié à leur travail antérieur »[30].

La protection offerte par la *common law* et les lois contre les mesures de représailles protège les dénonciateurs et leurs familles de façon encore moins efficace contre les intenses pressions psychologiques engendrées par le fait de tenir tête à une entreprise. Les dénonciateurs doivent être prêts à ce que l'on fouille leur passé, à ce que l'on conteste la véracité de leurs affirmations, à perdre l'appui de leurs collègues, à être accusés de menacer l'emploi et la prospérité de l'entreprise et, peut-être même, de l'ensemble de la collectivité. Dans certaines circonstances, les dénonciateurs peuvent même risquer une agression physique. Certes, s'ils peuvent tenir le coup (psychologiquement et physiquement) jusqu'à ce que l'entreprise ou les responsables du comportement fautif soient amenés devant la justice, ils peuvent devenir des héros – ce qui compense pour les accusations dont ils ont fait l'objet. Cependant, les dénonciateurs doivent aussi courir le risque que les renseignements qu'ils divulguent, même convaincants, ne suffisent pas à soutenir une condamnation criminelle, auquel cas l'entreprise pourrait bien en sortir victorieuse aux yeux de ses collègues et de la collectivité. Ainsi, comme il est peu probable que la protection juridique offerte aux dénonciateurs contre les mesures de représailles soit suffisante pour corriger le déséquilibre entre les facteurs de désincitation et d'incitation à la dénonciation, il semble qu'à première vue, on puisse faire valoir que des stimulants supplémentaires sont requis pour obtenir un niveau socialement optimal de dénonciation. Cela semble corroboré par les preuves anecdotiques qui indiquent que les modifications apportées en 1986 à la *False Claims Act* ont suscité un réaction et dévoilé des renseignements sur des pratiques frauduleuses qui auraient pu, mais n'étaient pas, déclarées avant que des récompenses substantielles soient offertes aux dénonciateurs par voie législative[31].

PROBLÈMES LIÉS AU CALCUL DES PRIMES ACCORDÉES AUX DÉNONCIATEURS

EN VERTU DE LA *FALSE CLAIMS ACT*, les primes versées aux dénonciateurs sont calculées selon un pourcentage des pénalités totales et des autres dommages-intérêts imposés à l'entreprise. On a affirmé que cette méthode de détermination du montant de la récompense avait des effets pervers parce qu'elle incitait les dénonciateurs à retenir l'information ou à se manifester longtemps après avoir d'abord soupçonné l'acte illicite (selon l'hypothèse que plus longtemps se poursuit l'acte illicite, plus grave il devient et plus importante sera la récompense éventuellement versée). Dans la cause bien connue opposant *les États-Unis à la société General Electric*[32], le ministère de la Justice des États-Unis avait demandé au tribunal de réduire la récompense que devait toucher le dénonciateur, Chester Walsh, de 14,9 millions de dollars à 4,5 millions de dollars, en faisant valoir que Walsh et ses avocats auraient pu éviter des pertes aux États-Unis en signalant l'acte illicite en question immédiatement après qu'il soit venu à l'attention de Walsh. Mais le tribunal a accepté l'argument de Walsh, selon lequel le délai était en bonne partie justifié par la difficulté d'obtenir des preuves suffisantes de l'acte

illicite sans exposer sa propre sécurité à un risque indu. Le tribunal a réduit la prime destinée à Walsh dans une proportion modeste, soit de 25 p. 100 à 22,5 p. 100. Le ministère de la Justice a d'abord songé à porter ce jugement en appel, mais il a éventuellement conclu un règlement avec Walsh portant sur un montant de 11,5 millions de dollars, ce qui constitue une réduction par rapport au montant de 13,4 millions de dollars ordonné par le tribunal.

La possibilité pour un dénonciateur, en vertu de la *False Claims Act*, d'accroître le montant d'une prime en retardant le moment où l'acte illicite est signalé semble poser un problème manifeste de risque moral. Mais il y a de bonnes raisons de pencher en faveur de l'approche prudente adoptée par le tribunal à cet égard dans la cause *General Electric*. Encourager une divulgation immédiate ou précipitée des actes illicites pourrait avoir des effets indésirables, compte tenu des caractéristiques des dénonciateurs et des situations qu'ils doivent affronter. Premièrement, les dénonciateurs sont probablement des personnes ayant un sens prononcé de la loyauté envers la société[33]. Confrontés initialement à des preuves d'acte illicite, leur première réaction pourrait en être l'incrédulité. Si la prime versée au dénonciateur est liée à une obligation de divulgation immédiate, celui-ci pourrait bien ne pas se manifester s'il est discipliné pour avoir sauté trop rapidement à la conclusion qu'une organisation à laquelle il voue un respect de longue date est coupable d'un acte illicite grave. Deuxièmement, les données empiriques indiquent que les employés seront plus enclins à considérer qu'une dénonciation est justifiée lorsqu'il y a clairement comportement illicite grave que lorsque le comportement ne semble soulever qu'une question d'éthique[34]. Cela nous incite à penser que si, pour toucher une prime qui représente une compensation suffisante pour le risque de représailles, il faut agir avant de pouvoir déterminer de façon indéniable qu'il y a eu conduite illicite grave, certaines personnes ne seront tout simplement pas prêtes à le faire.

Cela soulève un point connexe. Pour obtenir sa récompense, le dénonciateur doit réussir à faire condamner l'auteur de l'acte illicite par un tribunal. Il court le risque que le tribunal juge la preuve insuffisante, lui laissant alors le fardeau des frais juridiques, tous les effets préjudiciables sur sa réputation découlant d'une dénonciation (en apparence) sans justification. Pour cette raison, il est peu probable que les dénonciateurs se manifestent avant d'avoir recueilli suffisamment de preuves pour être presque assurés d'obtenir une condamnation. Cela ne surviendra, dans bien des cas, que longtemps après les premiers soupçons d'acte illicite, compte tenu que le dénonciateur peut être obligé de recueillir ces preuves très discrètement, souvent en s'exposant personnellement à un risque considérable. Ce point est renforcé par le fait que le dénonciateur ne saura pas, avant d'avoir passé aux actes, si le ministère de la Justice s'associera à sa poursuite en mettant à contribution ses ressources d'enquête ou s'il devra, seul, porter toute la responsabilité de la préparation du dossier de la preuve. De plus, même si une dénonciation plus hâtive pouvait, dans certains cas, permettre d'interrompre l'acte illicite, dans

d'autres, elle pourrait donner aux auteurs de ces actes la possibilité de dissimuler ou de détruire les preuves de crimes encore plus graves.

Outre ces raisons légitimes de retarder la divulgation, il faut aussi rappeler qu'une stratégie purement opportuniste consistant à remettre à plus tard la divulgation d'actes illicites pour toucher une récompense plus importante ne va pas sans exposer le dénonciateur à des risques sérieux. Plus le dénonciateur retarde son intervention, plus est élevé le risque qu'un autre dénonciateur se manifeste pour dévoiler l'information relative aux actes illicites et ainsi accaparer la totalité ou une partie de la récompense. Un délai peut aussi signifier que des preuves seront détruites ou rendues inutilisables ou impossibles à obtenir, intentionnellement ou par inadvertance. Des bandes magnétiques d'ordinateur peuvent être effacées, des témoins éventuels peuvent décéder ou être mutés à l'étranger, etc. Ces risques inhérents à un retard de la divulgation imposent en soi une contrainte à l'opportunisme du dénonciateur.

Cette analyse montre que s'il peut être indiqué de permettre aux tribunaux d'exercer une certaine discrétion pour réduire la prime lorsqu'il y a eu un retard opportuniste ou inexplicable à dévoiler des renseignements, on ne devrait pas imposer comme condition d'obtention d'une récompense élevée la divulgation immédiate d'un acte illicite.

Une autre conséquence importante a trait à la nature de la prime financière offerte aux dénonciateurs et au conflit qui opposent les objectifs de rémunération et de dissuasion qui s'y rattachent. Parce que la prime offerte au dénonciateur en vertu de la *False Claims Act* est fondée sur un pourcentage des pénalités éventuellement imposées à l'entreprise, elle est généralement considérée comme l'expression des objectifs de dissuasion; on ne s'attend pas à ce que l'entreprise dédommage le dénonciateur au delà de l'amende équivalant à une pénalité optimale. Néanmoins, il est clair qu'en utilisant un pourcentage de l'amende imposée éventuellement à l'entreprise comme base de calcul de la prime versée au dénonciateur peut signifier que le montant versé divergera systématiquement du niveau requis pour compenser le risque de perte de son capital humain résultant des mesures de représailles de l'entreprise. Dans certains cas, le pourcentage prescrit de l'amende imposée à l'entreprise ne suffira pas à compenser le dénonciateur, tandis que, dans d'autres cas, il aura l'effet opposé. D'un point de vue économique, un dédommagement insuffisant est plus décevant parce qu'un dénonciateur éventuel qui juge au départ que la prime ne sera pas suffisamment élevée pour le dédommager du risque auquel sera exposé son capital humain n'ira pas de l'avant avec la dénonciation. Un dédommagement excessif est, à cet égard, moins problématique parce qu'il ne constitue qu'un transfert fortuit de l'entreprise au dénonciateur, ce qui ne devrait pas affecter les comportements[35]. Pour ces raisons, il serait peut-être plus logique d'envisager d'adopter un plancher pour les primes à la dénonciation. On ferait ainsi en sorte que le dénonciateur obtienne toujours un dédommagement suffisant pour le risque auquel il expose son capital humain.

DÉNONCIATION INTERNE ET EXTERNE : CONFLITS OU COMPLÉMENTS ?

SELON LE COURANT DE PENSÉE DOMINANT en matière de réglementation et de responsabilité des entreprises, il est souhaitable de promouvoir des mécanismes internes d'auto-réglementation et d'auto-surveillance au sein même de l'entreprise[36]. Les entreprises soutiennent parfois que les primes substantielles offertes de l'extérieur aux dénonciateurs déjouent leurs efforts pour mettre en place des mécanismes internes. Si un employé peut obtenir des millions de dollars en dévoilant des actes illicites à l'extérieur, pourquoi voudrait-il les dévoiler à l'intérieur en premier lieu[37] ? Selon cette logique, on pourrait faire valoir qu'un employé devrait d'abord chercher à régler le problème à l'interne avant de pouvoir intenter une poursuite (externe) pour la raison que cela lui permettrait de toucher éventuellement une récompense pour sa dénonciation[38].

Un examen plus attentif du rapport entre dénonciation externe et interne permet toutefois de douter qu'une telle exigence produise les résultats souhaités. Premièrement, les études récentes sur les attitudes des employés à l'égard de la dénonciation laissent penser que, de façon générale, ils *sont* disposés à signaler les actes illicites à l'intérieur de l'entreprise avant de les divulguer aux autorités extérieures *s'ils ne craignent pas de faire l'objet de mesures de représailles pour avoir fait une dénonciation interne*[39]. Deuxièmement, les employés peuvent, avec raison, craindre que les mécanismes de dénonciation interne (comme les « lignes d'urgence » supposément anonymes) seront employés de façon abusive pour identifier les fauteurs de troubles et permettront aux auteurs des actes illicites de détruire, dissimuler ou altérer les preuves ou d'intimider les témoins éventuels en leur signalant que des actes illicites ont été mis au jour[40]. Même lorsque les actionnaires, les administrateurs ou les dirigeants se sont clairement engagés à appliquer une politique active de divulgation, les employés peuvent craindre les mesures de représailles de leurs surveillants immédiats ou des gestionnaires de niveau intermédiaire. Near et Miceli ont conclu qu'une stratégie visant à encourager les dénonciations légitimes (à l'interne) pourrait être difficile à mettre en application même si elle est acceptée par les gestionnaires supérieurs. Le maillon faible dans cette stratégie semble être les superviseurs immédiats et les gestionnaires qui pourraient prendre des mesures de représailles contre le dénonciateur, semble-t-il à leur gré[41]. Ces constatations concordent avec la théorie des coûts d'encadrement appliquée aux actes illicites des entreprises, qui soutient que les intérêts des actionnaires, des cadres supérieurs et des autres groupes intéressés peuvent diverger sensiblement en ce qui a trait aux actes illicites commis dans l'entreprise[42].

Si, comme on l'affirme, une exigence de divulgation interne préalable décourage la dénonciation externe, on peut alors dire qu'elle pourrait inciter les entreprises à ne pas adopter de politiques de divulgation interne visant à protéger les travailleurs contre les mesures de représailles et, ainsi, à encourager la

dénonciation *interne*. La crainte de faire l'objet de poursuites après une dénonciation externe pourrait être un puissant stimulant pour certaines entreprises à adopter des politiques et des procédures de divulgation interne *convaincantes*. De telles politiques pourraient bien renforcer la confiance des employés et accroître le nombre de divulgations internes[43].

Même si nous ne croyons pas qu'une atténuation des stimulants à la dénonciation externe aura pour effet d'accroître les stimulants à la dénonciation interne (de fait, nous pensons que c'est le contraire qui se produirait), il importe aussi qu'un dénonciateur externe ne soit pas désavantagé dans ses chances d'obtenir une prime parce qu'il aurait tenté d'utiliser les canaux internes avant de faire une dénonciation externe. Le fait que le report de la divulgation des renseignements soit attribuable aux efforts de l'employé pour trouver une solution au problème dans l'entreprise même constitue une raison supplémentaire de ne *pas* exiger que le dénonciateur fasse une divulgation immédiatement après avoir pris connaissance de l'acte illicite.

Une préoccupation passablement différente au sujet du rapport existant entre la dénonciation interne et externe est que la première (même si elle n'entraîne pas de mesures de représailles, la destruction des preuves, etc.) peut aboutir à un résultat défavorable à l'intérêt public. D'abord, la dénonciation interne peut permettre à l'entreprise ou à certains de ses membres d'acheter le silence du dénonciateur interne. Puis, même si l'entreprise a pris des mesures pour éviter la répétition de l'acte illicite, elle pourrait être incitée à ne pas en informer les autorités parce qu'elle pourrait s'exposer à des pénalités importantes. Ce problème est plus sérieux dans les cas de fraude d'entreprise où le fait de conserver l'information pertinente au sein même de l'entreprise peut signifier que le gouvernement ne pourra récupérer d'importantes sommes perdues par le passé. Encore une fois, parce que le dénonciateur est habituellement une personne conservatrice ayant une grande loyauté envers l'entreprise, il pourrait bien se satisfaire de mesures destinées à prévenir la répétition de l'acte illicite et à imposer des sanctions internes aux auteurs des actes illicites passés.

LA COMPLICITÉ DU DÉNONCIATEUR DANS LES ACTES ILLICITES DE L'ENTREPRISE

UNE DIFFICULTÉ PARTICULIÈRE SURGIT lorsqu'un dénonciateur est impliqué dans l'acte illicite qu'il a signalé, soit parce qu'il en est complice, soit parce qu'il y a participé activement. Au niveau le plus élémentaire, la perspective d'obtenir une importante récompense pour avoir divulgué un acte illicite auquel une personne a participé pourrait, de fait, encourager les comportements illicites. En outre, puisque l'obtention de la récompense dépend manifestement de la participation d'autres employés à l'acte illicite, il pourrait y avoir incitation à corrompre d'autres employés. Enfin, étant donné que la récompense est établie en pourcentage du total des pénalités imposées à l'entreprise, un dénonciateur ayant

participé à un acte illicite est incité à accroître le plus possible la valeur des actes illicites des autres employés. (Le fait d'accroître la valeur de ses propres actes illicites pourrait, bien entendu, mener à l'obtention d'une prime plus importante mais pourrait aussi entraîner des peines criminelles plus lourdes contre le dénonciateur).

Si ces considérations semblent militer en faveur d'une règle rigoureuse dictant qu'un dénonciateur ne devrait pas pouvoir obtenir une prime pour avoir déclaré un acte illicite auquel il a participé, d'autres facteurs peuvent être invoqués à l'encontre d'une telle règle. Ainsi, il est probable que, dans certains cas, seuls des initiés peuvent agir comme dénonciateurs ou être les seules personnes ayant accès aux éléments de preuve qui permettront d'obtenir une condamnation. Il est bien connu que, dans le contexte du crime organisé, le succès des poursuites intentées a souvent reposé sur la possibilité de convaincre des personnes ayant participé à un complot, une organisation ou un cercle criminel de communiquer des preuves à l'État.

De même, en vertu d'une règle qui éliminerait à toute fin pratique l'incitation à dénoncer lorsque le dénonciateur éventuel est lui-même impliqué dans l'acte illicite, les « principaux responsables » des activités criminelles au sein de l'entreprise seraient fortement tentés d'inciter les autres employés à participer à ces actes pour les empêcher de devenir des dénonciateurs – un stimulant qui, bien entendu, est atténué par le risque que ces employés refusent et que, renseignés sur ces agissements, ils fassent une dénonciation *avant* d'être eux-mêmes impliqués.

Une préoccupation connexe est que certains employés pourraient se joindre à un acte illicite parce qu'ils ont subi les pressions des gestionnaires ou de leurs collègues ou ont été menacés de représailles. Ces employés sont d'excellents candidats à la dénonciation. Trop faibles pour agir comme il se doit par principe, mais non fondamentalement corrompus, ils peuvent être incités à faire une dénonciation dans la perspective de toucher une récompense qui les dédommagera pour le risque couru. Il semble donc pervers de rendre cette catégorie de personnes inadmissibles à la prime de dénonciation. Néanmoins, on peut faire valoir que la perspective offerte par cette récompense aurait dû, au départ, être suffisante pour inciter ces personnes à la dénonciation dès qu'elles ont fait l'objet de pressions pour se joindre aux activités illicites. Mais lorsqu'elles succombent initialement à de telles pressions, ces personnes peuvent ne pas être conscientes de la gravité ou de la portée du délit. Ainsi, elles peuvent penser qu'on leur demande uniquement de tricher un peu, « à la marge », pour aider un collègue ou l'entreprise; par ailleurs, elles peuvent ne pas (encore) avoir accès aux preuves requises pour avoir l'assurance d'obtenir une condamnation et de toucher la prime.

Ces considérations laissent penser qu'il serait peu souhaitable d'adopter une règle rigoureuse visant à prévenir une personne impliquée dans un acte illicite de toucher la prime de dénonciation. On peut soutenir que la meilleure approche serait d'accorder au tribunal le pouvoir discrétionnaire d'établir, dans chaque cas, si la nature de l'acte illicite auquel a participé la personne dans les circonstances justifie une réduction ou la suppression de la prime. Ici, les facteurs pertinents

seront notamment de savoir si la personne a joué un rôle de « chef de file » ou de « participant passif » dans l'acte illicite, si elle y a participé à la suite de pressions de ses collègues ou de ses superviseurs, à quel stade elle aurait dû normalement avoir une idée précise de la gravité de l'activité illicite et la mesure dans laquelle elle a profité de cette activité avant de la dénoncer.

Cela nous incite à penser que le principe actuel de la *False Claims Act* n'est pas mauvais. La loi permet au tribunal de réduire une récompense lorsque l'action en justice a été intentée par une personne qui a elle-même participé à l'acte illicite, mais uniquement lorsque le dénonciateur a « planifié et entrepris » le comportement illicite. En outre, même dans le cas d'une poursuite intentée par un dénonciateur ayant planifié ou entrepris l'acte illicite, la possibilité de toucher une prime n'est pas supprimée entièrement et la réduction n'est pas imposée par la loi; elle est plutôt laissée à la discrétion du juge, selon les circonstances du cas. Mais cela est en partie tempéré par la condition qu'un dénonciateur condamné pour l'acte criminel qui est à l'origine de l'action en justice ne pourra toucher le montant de la récompense. Cela signifie que si nous voulons que le stimulant que comporte la récompense agisse sur un dénonciateur lui-même impliqué dans l'acte illicite, il faudrait peut-être envisager de lui accorder une immunité contre les poursuites pénales.

LE RISQUE DE FABRICATION D'ALLÉGATIONS

COMME CALLAHAN ET DWORKIN (1992) L'ONT NOTÉ[44], on fait souvent valoir que la perspective de toucher une récompense importante suite à une dénonciation pourrait inciter des employés à fabriquer des allégations d'acte illicite par intérêt personnel. Si cela est vrai, on devrait s'attendre à ce que cette pratique engendre des coûts importants : atteinte à la réputation de l'entreprise et de certains de ses employés, temps et ressources perdues à combattre de fausses allégations et détérioration du moral dans l'entreprise. Mais comme Callahan et Dworkin l'ont fait remarquer[45], plusieurs éléments de la *False Claims Act* rendent très risquée la fabrication d'allégations d'acte illicite. Premièrement, le dénonciateur doit convaincre le ministère de la Justice de prendre action contre l'entreprise ou en assumer lui-même les coûts. Dans ce dernier cas, il doit envisager des déboursés importants en frais juridiques et d'enquête, ou encore convaincre un avocat que les chances de succès sont suffisamment bonnes en négociant une formule d'honoraires conditionnels aux résultats. Deuxièmement, si le tribunal établit que la poursuite a clairement un caractère frivole et vexatoire ou qu'elle a été principalement intentée à des fins de harcèlement[46], le dénonciateur pourrait être tenu de payer les frais juridiques de l'entreprise. Un risque plus grave est la possibilité qu'un dénonciateur utilise des allégations fabriquées ou exagérées en vue d'obtenir un règlement auprès d'une entreprise. Ce risque est probablement plus grand dans le cas des employés mécontents qui doutent de leur avenir dans l'entreprise ou lorsque le règlement exigé est suffisamment important pour compenser un congédiement possible ou d'autres mesures disciplinaires suscitées par

un tel comportement. (Il y a aussi risque pour la réputation de la personne en cause car sa conduite pourrait l'amener à figurer sur la « liste noire » d'autres employeurs éventuels.)

On pourrait se demander pourquoi une entreprise (qui a habituellement des ressources importantes pour soutenir un procès) accepterait de négocier un règlement pour une revendication sans fondement en versant une somme élevée. Il est possible d'imaginer un scénario où même des allégations non fondées de corruption pourraient provoquer une baisse de la valeur des actions d'une entreprise. Des allégations non prouvées pourraient aussi dissuader les gouvernements de conclure de nouveaux contrats avec l'entreprise jusqu'à ce que la question soit « éclaircie ». Un dénonciateur frauduleux pourrait choisir un moment stratégique pour présenter sa demande de règlement, par exemple, lorsque l'entreprise est à la veille de conclure un important contrat, de lancer une nouvelle émission de titres, de faire l'objet d'une acquisition ou encore d'entreprendre une fusion.

La principale difficulté à laquelle fait face le dénonciateur frauduleux dans ces circonstances est que le versement d'une somme importante en règlement de l'allégation du dénonciateur ne réussira probablement pas à sauver la réputation de l'entreprise. Les actionnaires et d'autres pourraient bien en déduire que, de fait, des actes illégaux ont été commis. Il est vrai que l'entreprise pourrait réussir à garder le secret sur le règlement pour un certain temps mais, éventuellement, un déboursé important doit apparaître dans les livres de l'entreprise et être comptabilisé d'une façon ou d'une autre dans les états remis périodiquement aux actionnaires. Néanmoins, un règlement pourrait offrir l'avantage de tirer l'entreprise de l'embarras à un moment critique. Dans certaines circonstances, il serait possible de dissimuler un règlement sous la forme d'une généreuse « prime de départ ». En outre, si nous faisons intervenir dans l'analyse la théorie de l'intérêt du mandataire, même lorsqu'un règlement avec un dénonciateur ne sert pas au mieux les intérêts de l'entreprise, certains employés ou des gestionnaires, à titre individuel, pourraient être enclins à utiliser les ressources de l'entreprise pour faire taire un fauteur de troubles, notamment lorsque les allégations du dénonciateur menacent leur réputation.

Ces considérations sont autant de réserves faites à l'endroit de l'affirmation de Callahan et Dworkin, selon laquelle l'effet de levier pouvant découler d'une allégation sans fondement en vue d'obtenir un règlement est minimal[47]. Mais il est important de reconnaître que cet effet de levier a peu à voir avec la possibilité de toucher une prime si le dénonciateur est en mesure de remporter sa cause en présentant ces allégations à un tribunal. Plutôt, l'effet de levier est intimement lié au tort pouvant être causé à la réputation de l'entreprise et/ou de ses gestionnaires et employés *avant* que la revendication soit examinée par une instance judiciaire. Les chances qu'une entreprise en vienne à un règlement, non pas en raison de cette menace immédiate mais du risque qu'un tribunal puisse accueillir une allégation véritablement frauduleuse ou fabriquée *sont* probablement minimes.

Une préoccupation connexe a trait au vigilantisme. Dans l'espoir d'obtenir une prime importante s'ils découvrent des comportements illicites, des employés pourraient investir des quantités inefficientes de temps et de ressources pour tenter de découvrir des actes illégaux. Cela risque de survenir lorsqu'au moins une partie du temps et des ressources dépensés sont ceux de l'entreprise et dont l'employé n'assume pas intégralement le coût d'opportunité. En outre, le vigilantisme pourrait avoir des effets négatifs subtils sur les intérêts de l'entreprise lorsque, par exemple, des dénonciateurs éventuels consultent des dossiers confidentiels ou espionnent d'autres employés dans l'espoir de mettre au jour des actes illicites. Il importe de signaler que la *False Claims Act* n'exige pas que le dénonciateur obtienne des renseignements au sujet d'actes illicites par inadvertance ou dans l'exécution de ses fonctions habituelles. Une conduite axée sur la vigilance, notamment en l'absence d'acte illicite, pourrait légitimement faire l'objet de mesures disciplinaires – allant éventuellement jusqu'au congédiement. Intuitivement, il est peu probable qu'un dénonciateur éventuel prendrait de tels risques à moins qu'il n'ait déjà des éléments de preuve plausibles d'une conduite fautive. Il reste que, dans certaines circonstances, un employé désabusé faisant face à une mise à pied pour d'autres raisons pourrait décider qu'il a peu à perdre à se comporter de cette façon.

Même si elle pouvait prévenir que les employés investissent de façon inefficiente le temps et les ressources de l'entreprise en vue de déceler des actes illicites, une règle interdisant à un informateur de toucher une prime lorsqu'il n'a pas obtenu les renseignements dans l'exécution de ses fonctions habituelles pourrait avoir un effet dissuasif sur certaines initiatives efficientes à cet égard. En outre, même si l'employé découvre des indices d'une conduite illicite dans le cadre de ses activités normales, il est peu probable qu'il puisse recueillir des preuves concluantes sans y mettre des efforts déterminés. De fait, dans bien des cas, l'utilisation du temps et des ressources de l'entreprise pour recueillir des preuves peut être inévitable. Comme le dénonciateur considère habituellement qu'il agit par souci de loyauté envers *l'entreprise*, il sera tout à fait enclin à investir le temps et les ressources de l'entreprise pour démasquer des actes illicites lorsqu'il estime qu'il sert ainsi les meilleurs intérêts de *l'entreprise*.

GARDER LES GARDIENS : UN ARGUMENT EN FAVEUR D'UN DROIT D'ACTION PRIVÉ

UN ASPECT DISTINCTIF DES DISPOSITIONS RELATIVES AUX DÉNONCIATEURS de la *False Claims Act* est qu'elle permet aux dénonciateurs d'intenter une poursuite privée lorsque le ministère de la Justice refuse de donner suite à ses allégations. Une prime dont le niveau *minimum* est beaucoup plus élevé est offerte au dénonciateur lorsqu'il intente une poursuite de sa propre initiative (25 p. 100 plutôt que 15 p. 100). Cela semble raisonnable, étant donné les coûts et les risques plus grands que doit assumer le dénonciateur. Mais on soutient parfois que

le fait de permettre un recours privé encourage les allégations frivoles, qui seraient par ailleurs rejetées par un procureur public.

Callahan et Dworkin (1992) signalent que, sur près de 300 allégations présentées entre 1986 et 1992, le ministère de la Justice ne s'est joint à la poursuite que dans 42 cas[48]. À première vue, il peut sembler bizarre qu'il soit socialement efficient qu'une personne intente une poursuite à titre privé, mais non le ministère de la Justice. Callahan et Dworkin font valoir que le gouvernement peut économiser des ressources en permettant que des particuliers intentent des poursuites. Mais il est probable que ces économies seront inférieures à la somme plus élevée habituellement accordée au dénonciateur pour le dédommager d'avoir intenté la poursuite (sauf si nous supposons que le dénonciateur peut utiliser les ressources juridiques plus efficacement que le gouvernement, ce qui pourrait bien être le cas). Cela peut aussi s'expliquer par les budgets des ministères qui limitent les ressources internes d'enquête et de poursuite et qui ne peuvent facilement être augmentés à court terme. Dans ces circonstances, on peut penser que les avocats du ministère de la Justice renonceront à intenter des poursuites même lorsqu'il serait socialement efficient de le faire si l'avantage anticipé est inférieur au coût d'opportunité représenté par l'abandon d'une poursuite offrant de meilleures chances de réussite. Si de telles limites n'étaient pas imposées aux ressources consacrées aux poursuites, le ministère de la Justice intenterait toutes les actions dont le bénéfice social marginal[49] est égal au coût marginal des ressources affectées aux poursuites et interviendrait dans tous les cas où le coût marginal des ressources consacrées aux poursuites qui sont *égales en efficacité à celles qui seraient fournies par le dénonciateur lui-même* est inférieur au coût que représente pour le gouvernement le fait de laisser l'initiative au dénonciateur (soit le paiement d'un pourcentage plus élevé du total des pénalités imposées pour tenir compte du fait que le dénonciateur a intenté la poursuite, qui réduit d'autant le montant récupéré par le Trésor public).

Si nous faisons intervenir des hypothèses liées aux choix publics, la décision prise par l'État d'intenter ou non une poursuite pourrait ne pas être fondée uniquement sur des considérations relatives à la maximisation du bien-être social ou de l'intérêt public. La décision des autorités sera aussi influencée par les hypothèses de la théorie de l'intérêt du mandataire, à savoir que les décisions des fonctionnaires en matière de poursuites seront influencées par leurs propres intérêts et non uniquement ceux de l'État (définis en termes d'intérêt public ou de choix public). En outre, la possibilité d'intenter une action privée a des conséquences beaucoup plus vastes que celles qui ressortent de notre compte rendu. Dans la perspective du choix public, le gouvernement peut hésiter à poursuivre une entreprise qui exerce sur lui une influence générale, à qui il est redevable ou dont il attend des contributions politiques. Il peut aussi hésiter à prendre action de crainte que l'enquête et le procès subséquent révèlent sa complicité dans les actes illicites commis par l'entreprise.

La possibilité que le gouvernement n'engage pas une poursuite dans des cas d'actes illicites pour de telles raisons renforce la valeur d'un droit privé d'action

en justice comme moyen de « garder les gardiens ». Il importe de tenir compte de la possibilité de recourir ainsi aux dispositions législatives sur les dénonciateurs au moment d'aborder certaines questions particulières soulevées par la conception et l'interprétation des dispositions de la *False Claims Act* sur les dénonciateurs. Premièrement, la possibilité que l'État n'intente pas de poursuite pour dissimuler sa complicité dans les actes illicites allégués incite à penser que cet aspect ne devrait pas devenir une entrave ou une sorte de défense d'estoppel invoquée dans une poursuite dont l'initiative revient au dénonciateur lui-même. Cela corrobore la conclusion de la cause *Hagood c. Sonoma County Water Agency*, où la Cour d'appel des États-Unis (neuvième circuit) a maintenu que la connaissance par les responsables gouvernementaux de la fausseté d'une revendication contractuelle ne constituait pas une défense valable dans la poursuite intentée par le dénonciateur contre l'entrepreneur[50].

Les faits de cette cause soulèvent aussi une question plus subtile liée à la conception d'une loi optimale sur les dénonciateurs. Les antécédents législatifs de la *False Claims Act*, examinés par le tribunal dans la cause *Hagood*, témoignent d'un souci de ne pas concevoir des dispositions législatives qui ne contraignent pas le gouvernement à renoncer à des recettes importantes en dédommageant un dénonciateur pour des renseignements que l'État possède déjà. L'hypothèse formulée est qu'il n'est pas efficient de payer pour quelque chose que l'on a déjà. Mais c'est précisément lorsque le gouvernement est complice d'un acte illicite que ces renseignements, par définition, sont déjà à sa disposition. La dernière version de la *False Claims Act*, modifiée en 1986, permet au dénonciateur de toucher une prime même lorsqu'il n'est pas la principale source de renseignements; les dispositions du texte de loi prévoient une réduction du montant de la prime à un maximum de 10 p. 100 dans un tel cas, pourvu que les renseignements n'aient pas été rendus publics antérieurement[51]. Cependant, lorsque le ministère de la Justice n'intervient pas, il n'y a aucune exigence visant à réduire la prime versée, même lorsque l'information fournie par le dénonciateur est déjà à la disposition des autorités. Cela a justement l'effet salutaire de ne pas dissuader les dénonciateurs d'intenter des poursuites lorsque l'État a décidé de ne pas intervenir pour donner suite à des renseignements auxquels il a déjà par ailleurs accès.

Dans la perspective de la théorie de l'intérêt du mandataire, même lorsque l'État agit lui-même dans l'intérêt public, les détenteurs d'un pouvoir décisionnel délégué, par exemple, les procureurs de la Couronne ou les enquêteurs, peuvent avoir des intérêts qui ne coincident pas parfaitement avec ceux de l'État. Ainsi, lorsque les procureurs ne sont pas entièrement dédommagés pour le travail effectué en temps supplémentaire, ils peuvent éviter d'entreprendre une cause qui leur imposerait un surcroît de travail important, à moins qu'ils ne soient d'avis que cela leur apporterait des avantages sur le plan professionnel. Les fonctionnaires qui veulent embrasser une carrière dans le secteur privé après avoir quitté la fonction publique pourraient ainsi être peu enclins à s'attaquer à des intérêts commerciaux importants. Dans le secteur de la défense, les entrepreneurs sont une source importante d'emploi pour les anciens employés de l'État, tout comme le sont en

général les entrepreneurs faisant d'importantes affaires avec l'État. Cette considération pourrait jouer moins dans le cas des avocats du ministère de la Justice et davantage dans le cas des hauts fonctionnaires des ministères hiérarchiques qui ont signé les contrats publics et qui seront vraisemblablement consultés sur l'opportunité d'intenter des poursuites[52]. Un troisième élément est qu'il semble y avoir un préjugé institutionnel défavorable envers les dénonciateurs au ministère de la Justice, ce qui pourrait expliquer que le ministère refuse si souvent de recommander qu'il s'associe à une action déjà engagée et qu'il tente dans bien des cas de limiter le montant de la prime que pourrait toucher le dénonciateur en invoquant divers arguments pour établir qu'elle devrait être réduite. Comme le tribunal l'a pertinemment signalé dans une poursuite engagée par un dénonciateur,

> [...] personne n'aime les délateurs mais ils peuvent jouer un rôle précieux. En raison de leur utilisation répandue, il est digne de mention que le ministère de la Justice ait considéré ces personnes comme des adversaires plutôt que des alliés. Ce n'est pas la première cause entendue par ce tribunal où l'on a relevé l'antagonisme du ministère de la Justice à l'égard d'un dénonciateur. La raison demeure méconnue, mais l'attitude est manifeste[53].

Si l'on se réfère aux explications habituelles du comportement bureaucratique, un certain nombre de raisons viennent à l'esprit pour expliquer que les responsables du ministère de la Justice peuvent avoir un préjugé défavorable à l'endroit des dénonciateurs en dépit de leur utilité sociale apparente. D'abord, les responsables du ministère de la Justice font eux-mêmes partie d'une grande organisation et peuvent redouter les dissidents ou les traîtres éventuels au sein d'autres grandes organisations. Lennane (1993) affirme dans son étude sur les dénonciateurs en Australie qu'il est décevant que les autorités omettent si souvent d'intervenir, donnant l'impression, comme la plupart des collègues de travail du dénonciateur, qu'elles se rangent aux côtés des employeurs dans le cadre du système d'autorité[54]. De plus, lorsqu'un dénonciateur engage une poursuite et que le ministère de la Justice ne s'y associe pas, il se trouve en quelque sorte à contester le jugement des responsables du ministère de la Justice quant à la décision de ne pas intervenir. Enfin, les responsables peuvent réagir par jalousie ou envie devant la prime élevée que le dénonciateur et/ou ses avocats pourraient recevoir s'ils remportent leur cause.

CONCLUSIONS

DANS CETTE ÉTUDE, NOUS AVONS EXAMINÉ la portée de la dénonciation en tant qu'important instrument dans l'arsenal des politiques publiques visant à faire en sorte que les entreprises s'acquittent de leurs responsabilités sociales. Nous croyons que l'attention accordée à la dénonciation vient enrichir, à un moment opportun, le débat sur la responsabilité sociale des entreprises. Dans le passé, ce débat a porté sur les devoirs discrétionnaires des administrateurs au

détriment d'un examen des questions plus triviales mais aussi beaucoup plus importantes liées à l'observation de la loi par les entreprises. La dénonciation offre d'intéressantes possibilités parce qu'elle permet d'accroître la probabilité de détection des comportements illicites dans les entreprises, à un coût relativement faible en termes de ressources. À cet égard, les primes à la dénonciation sont une autre forme d'instruments permettant de communiquer aux autorités, en temps opportun et avec précision, des renseignements précieux sur les entreprises, contribuant ainsi à améliorer la qualité du système de réglementation qui régit les entreprises. Même si l'élaboration de modalités pratiques de dénonciation soulève indéniablement des questions épineuses et subtiles, nous croyons que ces préoccupations ne sont pas si redoutables qu'elles jouent contre l'adoption de telles mesures et nous les recommandons fortement aux décideurs canadiens.

NOTES

1 Le comportement illégal d'une entreprise signifie des actes illicites posés par des agents de l'entreprise en vue d'un gain personnel.

2 Voir, par exemple, B. Fisse et J. Braithwaite, *Corporations, Crime and Accountability*, Cambridge University Press, Cambridge, 1993; L. Arlen, « The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability », *Journal of Legal Studies*, vol. 23, 1994, p. 833; J. C. Coffe Jr, « 'No Soul To Damn: No Body to Kick': An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment », *Michigan Law Review*, vol. 79, 1981, p. 386; R. H. Kraakman, « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 857; divers articles parus dans un numéro collectif sur la responsabilité criminelle des entreprises, *Boston University Law Review*, vol. 71, n° 2, 1991, p. 189-453.

3 Voir, par exemple, Arlen, *ibidem*.

4 Arlen, *ibidem*, p. 835.

5 Voir, par exemple, W. K. Viscusi et R. J. Zeckhauser, « Optimal Standards with Incomplete Enforcement », *Public Policy*, vol. 27, 1979, p. 437; R. B. Stewart, « Regulation, Innovation, and Administrative Law: A Conceptual Framework », *California Law Review*, vol. 69, 1981, p. 1259; C. R. Sunstein, *After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1990; R. Howse, J. R. S. Pritchard et M. J. Trebilcock, « Smaller or Smarter Government ? », *University of Toronto Law Journal*, vol. 40, 1990, p. 498; I. Ayres et J. Braithwaite, *Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate*, Oxford University Press, Oxford, 1995.

6 Voir, notamment, R. J. Herrnstein et J. Q. Wilson, *Crime and Human Nature*, Simon & Schuster, New York, 1985.

7 Voir R. Howse, « Retrenchment, Reform or Revolution? The Shift to Incentives and the Future of the Regulatory State », *Alberta Law Review*, vol. 31, 1993, p. 455 et p. 476-477; Arlen, *supra* note 2, p. 835.

8 Pour des aperçus de cette forme de protection aux États-Unis, voir M. H. Malin, « Protecting the Whistleblower From Retaliatory Discharge », *University of Michigan Journal of Legal Reference*, vol. 16, 1983, réf. p. 277; S. M. Kohn et M. D. Kohn, « An Overview of Federal and State Whistleblower Protections », *Antioch Law Journal*, vol. 4, 1986, p. 99; et plus récemment, T. Barnett, « Overview of State Whistleblower Protection Statutes », *Labor Law Journal*, vol. 43, 1992, p. 440. Au Canada, voir L. J. Brooks, « Whistleblowers... Learn to Love Them », *Canadian Business Review*, vol. 20, 1993, p. 19-21.

9 *False Claims Act*, 31 U.S.C. § 3730.

10 Une analyse beaucoup plus détaillée de l'élaboration et du libellé du texte de loi figure dans E. S. Callahan et T. M. Dworkin, « Do Good and Get Rich: Financial Incentives For Whistleblowing and the False Claims Act », *Villanova Law Review*, vol. 37, 1992, 273, p. 302-318.

11 La personne n'a pas à être un employé ou un dirigeant de la société pour toucher la récompense en vertu de la loi, laquelle étend son effet d'incitation aux clients, aux concurrents et à d'autres qui ont l'occasion de découvrir que la société a commis un acte illicite.

12 Voir Fisse et Braithwaite, *supra* note 2; Arlen, *supra* note 2.

13 Voir, par exemple, G. Becker, « Make the Punishment Fit the Corporate Crime », *Business Week*, 13 mars 1989, p. 22, col. 2; M. K. Block, « Optimal Penalties, Criminal Law and the Control of Corporate Behaviour », *Boston University Law Review*, vol. 71, n° 2, 1991, p. 395; J. S. Parker, « Criminal Sentencing Policy for Organizations: The Unifying Approach of Optimal Penalties », *American Criminal Law Review*, vol. 26, 1989, p. 513; W. M. Landes, « Optimal Sanctions for Antitrust Violations », *University of Chicago Law Review*, vol. 50, 1983, p. 652; et R. A. Posner, *Economic Analysis of Law*, Little Brown and Company, Boston, 1986, 2e édition, chap. 7.

14 Cependant, comme l'a signalé J. Arlen, *supra* note 2, p. 842, l'analyse classique de la criminalité des entreprises devrait être élargie pour tenir compte de la sensibilité au rapport entre les dépenses faites par l'entreprise pour respecter la loi, la probabilité de détection et la responsabilité attendue de l'entreprise.

15 Voir l'analyse de Kraakman, *supra* note 2; R. H. Kraakman, « Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 2, 1986, p. 53.

16 C. R. Alexander et M. A. Cohen, « Why Do Corporations Become Criminals ? », document non publié, décembre 1994.

17 Arlen, *supra* note 2, p. 834.

18 Pour une analyse plus approfondie de cette question dans le contexte des intérêts sur la dette bancaire, voir R. Daniels et G. Triantis, « The Role of Debt in American Corporate Governance », *California Law Review*, à paraître, 1995.

19 A. M. Polinsky et S. Shavell, « Should Employees Be Subject to Fines and Imprisonment Given the Existence of Corporate Liability ? », *International Review of Law and Economics*, vol. 13, 1993, p. 239.

20 Comme l'a signalé A. Etzioni dans l'article intitulé « Going Soft on Corporate Crime », paru dans le *Washington Post* du 1er avril 1990, sect. C3, col. 1, parce que ces crimes peuvent comporter des transactions financières complexes s'étendant sur de longues périodes, il peut être impossible de déterminer exactement quelles personnes sont responsables de quels actes.

21 Voir M. Trebilcock, *The Prospects for Reinventing Government*, Institut de recherches C. D. Howe, Toronto, 1994.

22 Les débâcles récentes liées à l'utilisation abusive des instruments financiers dérivés par des institutions financières et des émetteurs publics soulignent ce point. Normalement, ces instruments sont un mécanisme destiné à limiter ou, du moins, à contrôler le risque auquel est exposée une entreprise, mais avec seulement quelques modifications aux modalités contractuelles, le risque représenté par ces instruments pour l'institution commanditaire peut augmenter considérablement. La difficulté pour les autorités est d'abord de pouvoir déterminer quand les instruments dérivés sont utilisés et, ensuite, de pouvoir distinguer les cas représentant une gestion du risque acceptable de ceux qui comportent des risques beaucoup trop élevés.

23 A. Berle et G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World, New York, 1932.

24 Ces problèmes liés à l'obligation de rendre compte sont observés pour différentes relations au sein de l'entreprise : entre les actionnaires et les gestionnaires, entre les actionnaires et les créanciers, ainsi qu'entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Pour une introduction à la théorie de l'intérêt du mandataire dans le contexte des entreprises, voir A. Barnea, R. A. Haugen et L. W. Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N. J.), 1985; ou W. A. Klein et J. C. Coffee, *Business Organizations and Finance: Legal and Economic Principles*, Foundation Press, Mineola (N. Y.), 4e édition, 1990.

25 Les tendances récentes à la déstratification des organisations et une vision plus concentrée réduisent, même si elles ne suppriment pas, la poursuite possible d'objectifs secondaires.

26 J. B. Dozier et M. P. Miceli, « Potential Predictors of Whistle-Blowing: A Prosocial Behaviour Perspective », *Academic Management Review*, vol. 10, 1985, p. 823; M. P. Miceli, B. L. Roach et J. P. Near, « The Motivations of Anonymous Whistle-Blowers: The Case of Federal Employees », *Public Personnel Management*, vol. 17, 1988, p. 281; M. P. Glazer et P. Migdal, *The Whistleblowers: Exposing Corruption in Government and Industry*, Basic Books, New York, 1989, chap. 4, « The Power of Belief Systems for Ethical Resisters ».

27 Voir Arlen, *supra* note 2.

28 Voir J. P. Near et M. P. Miceli, « Retaliation Against Whistle Blowers: Predictors and Effects », *Journal of Applied Psychology*, vol. 71, 1986, p. 137;

E. S. Callahan et J. W. Collins, « Employee Attitudes Toward Whistleblowing: Management and Public Policy Implications », *Journal of Business Ethics*, vol. 11, 1992, p. 939.

29 Glazer et Migdal, *supra* note 26; un catalogue des façons de punir les dénonciateurs est présenté dans B. D. Fisher, « The Whistleblower Protection Act of 1989: A False Hope for Whistleblowers », *Rutgers Law Review*, vol. 43, 1991, p. 355 et 363-368.

30 Glazer et Migdal, *supra* note 26, p. 210.

31 F. Strasser, « When the Big Whistle Blows... », *National Law Journal*, 8 mai 1989, p. 1; R. B. Schmitt, « Honesty Pays Off », *Wall Street Journal*, 11 janvier 1995, sect. A1-2, col. 6.

32 808 F. Supp. 580 (S. D. Ohio, 1992).

33 Dozier et Miceli, *supra* note 26; F. Elliston et coll., *Whistleblowing Research: Methodological and Moral Issues*, Praeger, New York, 1984, p. 26.

34 Callahan et Collins, *supra* note 28, p. 944-955; Miceli, Roach et Near, *supra* note 26.

35 Une difficulté supplémentaire est l'incertitude inhérente à la valeur de la récompense que pourra toucher le dénonciateur; non seulement le dénonciateur éventuel doit-il se préoccuper de la probabilité et des coûts des mesures de représailles de l'entreprise, mais il ne peut que spéculer sur la valeur attendue de la prime dans l'éventualité où l'on jugerait que ses allégations sont fondées. Comme nous l'avons indiqué précédemment, le dénonciateur éventuel doit envisager les dommages sociaux réellement causés par l'entreprise, l'étendue de la culpabilité de l'entreprise (si c'est là un élément du délit), le niveau et la qualité des ressources consacrées par l'État aux poursuites, ainsi qu'à la disposition éventuelle des allégations. L'incertitude inhérente à ces calculs engendre des risques pour le dénonciateur, lesquels doivent être compensés par une rétribution supplémentaire. La conception de contrats assortis de mesures d'incitation est analysée dans P. R. Milgrom et J. Roberts, *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N. J.), 1992, chap. 7.

36 Ayres et Braithwaite, *supra* note 5.

37 A. K. Naj, « Internal Suspicions; GE's Drive to Purge Fraud is Hampered by Workers' Mistrust », *Wall Street Journal*, 22 juillet 1992, sect. A1-2, vol. 6, col. 1.

38 Voir T. M. Dworkin et E. S. Callahan, « Internal Whistleblowing: Protecting the Interests of the Employee, the Organization, and Society », *American Business Law Journal*, vol. 29, 1991, p. 267-273.

39 Callahan et Collins, *supra* note 28; T. Barnett, D. S. Cochran et G. S. Taylor, « The Internal Disclosure Policies of Private-Sector Employers: An Initial Look at Their Relationship to Employee Whistleblowing », *Journal of Business Ethics*, vol. 12, 1993, p. 127.

40 Des preuves anecdotiques de tels abus sont présentées dans M. Mason, « The Curse of Whistle-Blowing », *Wall Street Journal*, 14 mars 1994, sect. A14, col. 3.
41 Near et Miceli, *supra* note 28, p. 142.
42 Voir, de façon générale, J. R. Macey, « Agency Theory and the Criminal Liability of Organizations », *Boston University Law Review*, vol. 71, n° 2, 1991, p. 315.
43 Barnett, Cochran et Taylor, *supra* note 39, p. 129, 134.
44 Callahan et Dworkin, *supra* note 10, p. 325.
45 *Ibidem*, p. 326-327.
46 31 U.S.C. § 3730 (d) (4) (1988). Mais comme l'a signalé W. Kovacic dans « Whistleblower Bounty Lawsuits as Monitoring Devices in Government Contracting » (document non publié daté d'octobre 1994), il n'y a pas encore de cas connu où un tribunal a ordonné à un plaignant *qui tam* d'assumer les coûts du défendeur en vertu de cette disposition de la *False Claims Act*. Ce fait pourrait atténuer, du moins en partie, la mesure dans laquelle la règle relative aux coûts est un facteur de désincitation, en pratique, à la fabrication d'allégations.
47 Callahan et Dworkin, *supra* note 10, p. 326.
48 *Ibidem*, p. 325.
49 Ici, les avantages sociaux englobent non seulement la récupération des fonds publics perdus en raison de la fraude, mais aussi les effets de dissuasion spécifiques et généraux qui découlent de l'imposition de sanctions à un comportement illicite.
50 929 F.2d. 1416 (9e Cir. 1991), faisant suite à la cause *Heckler, Secretary of Health and Human Services v. Community Health Services of Crawford County Inc., et al.*, 467 U.S. 51 (3e cir. 1984).
51 31 U.S.C. § 3730(d)(l)(1988).
52 Une question connexe a trait à la mesure dans laquelle les employés ou les anciens employés du gouvernement devraient pouvoir intenter des poursuites en dénonciation fondées sur des renseignements au sujet d'actes illicites d'une organisation dont ils ont pris connaissance dans le cadre de l'exécution de leurs fonctions comme agents du gouvernement. Pour un examen approfondi de cette question, voir Kovacic, *supra* note 46.
53 *U.S. v. General Electric*, *supra* note 32, p. 584.
54 K. J. Lennane, « Whistleblowing: A Health Issue », *British Medical Journal*, vol. 307, 1993, p. 667-669.

REMERCIEMENTS

NOUS SOMMES REDEVABLES À Jennifer Arlen pour les commentaires détaillés qu'elle a fournis sur une version antérieure de la présente étude. Nous remercions aussi Jody Langhan et Wayne Bigby, étudiants au niveau de la licence à la Faculté de droit de l'Université de Toronto, qui ont collaboré à cette recherche.

Alice Nakamura et *John Cragg* et *Kathleen Sayers*
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta
Faculté des arts
Université de la Colombie-Britannique
International Wordsmiths
Vancouver

16

La régie d'entreprise et l'éducation des travailleurs : Un autre point de vue

LES EMPLOYEURS, LES TRAVAILLEURS ET LES GOUVERNEMENTS canadiens à DIVERS NIVEAUX, ainsi que le public électeur sont tous intéressés par la quantité, la qualité et la répartition des mécanismes de paiement de l'éducation et de la formation auxquelles a accès la main-d'œuvre canadienne. Toutefois, nous faisons valoir qu'il y a des différences importantes dans la nature des intérêts des divers groupes et que ces différences sont à la base même de l'évolution des opinions qui prévalent sur les *aspects* de l'éducation des travailleurs qui devraient être améliorés ou développés, sur le choix des *travailleurs* qui devraient bénéficier davantage de ces investissements, ainsi que sur les *solutions préférées* pour obtenir les hausses et les améliorations souhaitées des investissements faits dans le savoir des travailleurs. En outre, nous préconisons des initiatives qui réaffirment l'importance vitale du modèle traditionnel de l'éducation publique au Canada tout en renforçant l'efficience, l'efficacité et l'équité des programmes d'enseignement et de formation destinés à la main-d'œuvre canadienne. Nos conclusions sont résumées dans la dernière section.

LES INTÉRÊTS DES EMPLOYEURS, DES TRAVAILLEURS, DES GOUVERNEMENTS ET DU PUBLIC

LES EMPLOYEURS, LES TRAVAILLEURS, LES GOUVERNEMENTS ET LE PUBLIC sont tous intéressés par l'éducation et la formation des travailleurs, mais pour des raisons différentes.

Les employeurs achètent et utilisent la main-d'œuvre comme intrant dans la production de biens et de services. La formation de la main-d'œuvre modifie les façons dont les travailleurs peuvent être employés dans les procédés de production et améliore leur productivité. Mais les employeurs au Canada n'ont aucun moyen d'obtenir les droits à long terme ou de conserver la propriété sur les services de travailleurs donnés.

Les travailleurs sont maîtres de leurs services et peuvent espérer bénéficier dans l'avenir des investissements qu'eux-mêmes ou d'autres font dans leur savoir-faire professionnel pourvu, évidemment, qu'ils puissent obtenir un emploi où le savoir-faire qu'ils ont acquis est en demande et sera rémunéré en conséquence.

Le public englobe les participants à la population active, les employeurs, les responsables gouvernementaux et les contribuables canadiens qui doivent assumer le coût des programmes gouvernementaux subventionnés. En outre, les *parents* de la prochaine génération de participants à la population active, d'employeurs et de responsables gouvernementaux font partie du public. Ainsi, le public est généralement intéressé par la quantité, la qualité et la répartition des mécanismes de paiement liés à la formation et à l'enseignement professionnels.

Les intérêts divergents des divers groupes d'intervenants au sein de l'électorat donneront lieu à des différences d'opinion sur les changements qui sont requis dans nos systèmes d'enseignement et de formation et sur la façon dont ces changements devraient être financés. Les politiques gouvernementales ne peuvent accommoder toutes les différences observées dans l'opinion de l'électorat à un point donné dans le temps. Par conséquent, les choix politiques qui seront faits pourront changer fondamentalement dans le temps.

INTÉRÊTS DES ENTREPRISES

ON PEUT FAIRE L'HYPOTHÈSE QUE LES ENTREPRISES POURRAIENT FOURNIR tous les services d'enseignement et de formation à leur main-d'œuvre, les travailleurs assumant une partie des coûts connexes, soit directement, soit sous la forme de salaires moins élevés. Les raisons pour lesquelles il n'en est pas ainsi sont aussi celles qui expliquent pourquoi les entreprises canadiennes veulent que les services d'éducation et de formation soient du domaine public.

Considérations relatives au coût de la main-d'œuvre

Les entreprises modernes ont besoin de travailleurs possédant une vaste gamme de compétences et un savoir-faire plus spécialisé. Pour combler ces besoins d'éducation et de formation, il faut disposer d'une gamme étendue de compétences pédagogiques ainsi que des installations et du matériel d'enseignement. La centralisation de la prestation d'une bonne partie de ces services dans des établissements d'enseignement comporte des économies d'échelle et de diversification. Il ne serait pas pratique pour la plupart des entreprises de maintenir des ressources pédagogiques dans tous les domaines allant de l'apprentissage de la lecture aux rudiments de l'informatique et de la chimie.

Un deuxième élément lié au coût de la main-d'œuvre dont il faut tenir compte est qu'aux premières étapes du processus d'éducation et de formation, les talents et les intérêts des étudiants sont habituellement imprécis. Si les

entreprises devaient être responsables de l'éducation et de la formation aux premiers niveaux, elles auraient alors à investir dans le capital humain de personnes qui, par la suite, seraient mal adaptées aux possibilités d'emploi qu'offrent ces entreprises. De fait, une partie des investissements faits dans la formation de certaines personnes pourrait mal convenir à quelqu'emploi que ce soit. Les entreprises peuvent éviter une bonne partie des risques liés à l'adaptation éventuelle des travailleurs lorsque les services d'éducation et de formation sont fournis par des établissements publics. En outre, il y a des variations dans le temps quant au genre d'enseignement et de formation dont ont besoin les travailleurs de diverses entreprises. Ces variations sont causées à la fois par les changements apportés aux gammes de produits et de services des entreprises et par l'évolution plus générale des procédés commerciaux, par exemple, l'utilisation accrue de la technologie informatique. Si l'éducation et la formation des travailleurs sont assurées par des établissements publics, les entreprises canadiennes peuvent éviter certains des coûts d'adaptation qui résultent de la nécessité de constamment modifier et mettre à jour les programmes d'enseignement et de formation offerts aux travailleurs.

L'éducation et la formation publiques qui permettent d'abaisser les coûts de main-d'œuvre des entreprises représentent une forme de subvention aux entreprises canadiennes. Un avantage de cette forme de subvention – plutôt, disons, qu'un transfert direct en espèces – est qu'elle permet d'éviter des allégations possibles de concurrence déloyale de la part de partenaires commerciaux. L'investissement dans l'éducation et la formation de la population est une façon, acceptée sur le plan international, dont les gouvernements peuvent assister les industries et les entreprises de leur pays.

Éviter le sous-investissement des entreprises

La formation des employés, comme la R-D, représente un investissement à long terme qui peut engendrer des rendements élevés pour l'employeur des années plus tard, mais seulement pour les travailleurs qui sont encore à son emploi. Tout rendement pour l'employeur prend fin lorsque le travailleur en qui il a investi n'est plus requis et est congédié en permanence ou accepte un emploi ailleurs. Le rendement futur que l'employeur tire des investissements qu'il a fait dans l'éducation et la formation de sa main-d'œuvre dépend essentiellement de la mesure dans laquelle il aura besoin dans l'avenir des employés en qui il a investi et de la probabilité qu'il puisse les garder à son emploi.

Les employeurs ont besoin de connaissances tant générales que spécifiques. Ainsi, les employés doivent posséder des compétences générales en lecture, en écriture et en calcul, et des connaissances très spécialisées liées à l'endroit et à la façon dont ils exécutent leurs tâches quotidiennes. Plus les investissements que font les entreprises dans l'éducation et la formation de leurs travailleurs sont de nature générale, plus il est probable que d'autres entreprises pourront profiter du rendement de ces investissements. Mais même

les connaissances dites « propres à l'entreprise » peuvent améliorer les perspectives d'emploi et de gains des travailleurs auprès d'autres employeurs. Un travailleur qui a acquis des connaissances spécifiques dans le cadre d'un emploi a déjà démontré sa capacité d'acquérir des connaissances détaillées de ce genre. D'autres entreprises pourraient vouloir se renseigner sur les détails opérationnels des activités d'un concurrent. Ainsi, lorsque les employeurs donnent à leurs travailleurs une formation axée sur des connaissances propres à l'entreprise, cela pourrait rendre ces travailleurs plus intéressants pour d'autres entreprises. Lorsque les travailleurs ainsi formés sont embauchés ailleurs, les entreprises qui ont investi dans ces travailleurs cessent de percevoir tout rendement futur sur leur investissement. Cela peut entraîner un sous-investissement général dans la formation des travailleurs de la part des entreprises. L'éducation et la formation publiques constituent une façon de résoudre ce problème de sous-investissement possible.

Les attentes de plus en plus grandes des entreprises à l'égard de l'éducation et de la formation publiques

Certaines compétences et méthodes de travail sont la propriété exclusive des entreprises (jalousement protégées de la même façon que les entreprises cherchent à protéger des inventions matérielles importantes en obtenant des brevets ou par le secret). En outre, les entreprises reconnaissent que les établissements publics d'enseignement et de formation ne peuvent toujours donner aux étudiants accès à des machines coûteuses et hautement spécialisées, notamment dans des domaines où ces machines évoluent constamment. Les entreprises reconnaissent qu'elles doivent fournir elles-mêmes aux travailleurs une part de formation. Mais elles seront mieux servies si un pourcentage élevé de l'éducation et de la formation dont ont besoin les travailleurs est fourni, et payé, par d'autres.

Il y a un autre élément qui incite les entreprises à accepter que des établissements publics d'enseignement aient la responsabilité de fournir une éducation générale aux travailleurs. Comme il a déjà été mentionné, les entreprises qui offrent des services d'éducation et de formation risquent de perdre les employés qu'elles ont formés aux mains de concurrentes disposées à verser un salaire un peu plus élevé aux travailleurs expérimentés, le risque augmentant avec le caractère général de la formation. Mais les connaissances générales dans l'ensemble de l'économie ou dans une industrie ne cessent de s'étendre, rendant inévitable que les entreprises s'attendent toujours à plus que ce que les établissements d'enseignement et de formation sont en mesure d'offrir.

Le phénomène d'ajustement continuel à la hausse qui caractérise ce que le secteur des entreprises attend des établissements publics d'enseignement ressort non seulement des commentaires des dirigeants d'entreprises mais aussi des travaux publiés par des universitaires qui étudient et tentent de prévoir les besoins futurs des entreprises dynamiques. Entre autres exemples, il y a les

travaux de Drucker, qui a lancé et popularisé bon nombre des termes qui font aujourd'hui partie du vocabulaire quotidien sur les effets de la technologie sur notre économie et les perspectives futures des entreprises, ainsi que des conséquences de la technologie sur le plan des besoins d'éducation et de formation dans les années à venir. Drucker (1993) écrit ainsi :

> La ressource économique fondamentale – « le moyen de production », pour reprendre l'expression des économistes – n'est plus le capital ni les ressources naturelles (la « terre » des économistes), ni le « travail ». C'est et ce sera dans l'avenir la connaissance [...].
>
> Les groupes sociaux dominants dans une société axée sur la connaissance seront les « travailleurs intellectuels » – les spécialistes du savoir qui savent comment affecter les connaissances à des utilisations productives, tout comme les capitalistes savaient comment affecter le capital à une utilisation productive; les professionnels du savoir; les travailleurs du savoir [...]. Le défi économique de la société post-capitaliste sera donc celui de la productivité du travail axé sur la connaissance et du travailleur intellectuel (p. 8).

La liste de souhaits des entreprises en matière d'éducation et de formation publiques

Les employeurs veulent que les établissements publics d'enseignement fournissent à leurs travailleurs une plus grande partie de l'éducation et de la formation requises, sans hausse de coût ou alors aux frais de quelqu'un d'autre – par exemple, en exigeant des frais de scolarité plus élevés. Cela améliorera leurs coûts unitaires, leur compétitivité et leur rentabilité, qui sont des intérêts normaux et appropriés pour des entreprises dans une économie capitaliste de libre marché.

Le message qui en ressort est que les entreprises canadiennes veulent et ont besoin de travailleurs mieux formés à tous les niveaux. Mais elles veulent tout spécialement un nombre adéquat de travailleurs possédant le genre de formation et d'éducation qu'il est coûteux pour elles d'offrir à l'interne, ou dont elles doivent assumer les frais en subventionnant certains de leurs employés pour qu'ils acquièrent cette formation dans des établissements situés à l'extérieur du Canada. Bien entendu, ce genre de formation et d'éducation peut aussi être très coûteux lorsqu'il est offert par des établissements d'enseignement formel. Il en résulte des pressions conflictuelles qui s'exercent sur les responsables de l'orientation de la formation et de l'éducation au Canada parce que la plus grande partie de nos établissements d'enseignement formel sont subventionnés et que les milieux d'affaires sont aussi préoccupés par les impôts de même que par les déficits et l'endettement croissants du secteur public.

LES INTÉRÊTS DES TRAVAILLEURS EN MATIÈRE D'ÉDUCATION

LES TRAVAILLEURS QUI OCCUPENT UN EMPLOI RISQUENT DE LE PERDRE si l'entreprise pour laquelle ils travaillent devient moins concurrentielle et est ainsi forcée de réduire son effectif, qu'elle fait l'objet d'une prise de contrôle ou qu'elle déclare faillite. Pour ces raisons, il y a chevauchement entre l'intérêt des employés en matière d'éducation et l'intérêt des propriétaires et des gestionnaires de l'entreprise. Les deux risquent de perdre en raison des lacunes sur le plan de l'éducation et de la formation qui rendent les entreprises canadiennes vulnérables. Les travailleurs reconnaissent aussi que les coûts d'acquisition de la scolarité et de la formation dont ils ont besoin seront moins élevés si les possibilités d'apprentissage qui s'offrent à eux sont subventionnées par le Trésor public; enfin, les travailleurs, à l'instar des entreprises, profitent habituellement d'un système qui leur laisse la liberté de chercher le genre d'emploi qui leur convient *après* avoir acquis une part substantielle de leur éducation et de leur formation, plutôt que de devoir joindre les rangs d'une entreprise (et d'y demeurer) afin d'acquérir de la formation et avant d'avoir acquis des connaissances suffisantes au sujet de leurs propres talents et de leurs préférences professionnelles.

Au delà de ces éléments de convergences, les intérêts des travailleurs et des entreprises en matière d'éducation de la main-d'œuvre divergent nettement.

Points de divergence

Au Canada, l'éducation et les cours de formation pour adultes offerts par des établissements d'enseignement formel sont habituellement subventionnés. Le degré de subventionnement a été plus grand dans le cas des universités et collèges et des programmes d'études à temps plein que dans le cas des programmes offerts par les établissements techniques et professionnels et les cours de courte durée ou à temps partiel et les programmes d'études menant à un certificat. Même avec des subventions publiques, toutefois, il subsiste des frais de scolarité pour presque tous les programmes d'apprentissage pour adultes. Les travailleurs ont manifestement un intérêt financier à ce que ces frais de scolarité demeurent peu élevés et à ce que les employeurs offrent eux-mêmes ou assument les frais de l'enseignement dont ils ont besoin pour accomplir leur travail.

Lorsqu'il y a resserrement du marché du travail et que les employeurs sont en concurrence pour obtenir les travailleurs dont ils ont besoin, la promesse d'offrir des services d'éducation et de formation subventionnés ou d'autres formes d'apprentissage devient un élément d'attrait important pour l'employeur qui veut obtenir des travailleurs de qualité. Ainsi, à la fin des années 70, les diplômés les mieux qualifiés du programme de baccalauréat en commerce se voyaient parfois offrir, entre autres conditions d'emploi, la possibilité de participer à des programmes d'études supérieures, toutes dépenses payées, dans des domaines de spécialisation où l'offre était insuffisante. Les employeurs feront rarement des offres de ce genre à moins de s'y sentir obligés

pour obtenir les travailleurs dont ils ont besoin. Par ailleurs, les travailleurs apprécient toujours la possibilité d'avoir accès à des services d'éducation et de formation fournis ou financés par l'employeur parce que, dans l'alternative, ils doivent en assumer les coûts eux-mêmes et souvent sans assurance qu'ils obtiendront un emploi aux termes de leur programme de formation. Les travailleurs perdent sous forme de déboursés financiers directs et, souvent, de risque accru sur le plan de l'emploi, lorsque ce sont eux, plutôt que les employeurs, qui doivent assumer les frais de leur éducation au-delà des études élémentaires et secondaires.

Un deuxième point de divergence est que les travailleurs préfèrent souvent avoir une éducation et une formation plus poussées, tant de nature générale que liée spécifiquement à un emploi. Cela est notamment le cas pour les travailleurs qui craignent d'être mis à pied par leur employeur actuel et qui, par conséquent, prévoient devoir se trouver un nouvel emploi, ainsi que pour les travailleurs qui n'aiment pas, ou qui voudraient voir s'améliorer, leur emploi actuel ou qui souhaitent acquérir des compétences commercialisables grâce à l'éducation.

Un troisième point de divergence possible a trait à la répartition, entre les travailleurs, de l'investissement que l'employeur est prêt à faire en formation. On peut supposer que les employeurs voudront concentrer ces investissements, dans la mesure où il est pratique de le faire, sur le groupe d'employés qu'il peuvent s'attendre à voir demeurer dans l'entreprise à long terme et qui sont difficiles à remplacer. Pourtant, ce sont les travailleurs qui savent que l'on peut se passer de leurs services et qui sont vulnérables à un congédiement qui, à de nombreux égards, ont le plus besoin d'avoir accès aux services de formation offerts ou subventionnés par l'employeur.

Un quatrième point de divergence se présente lorsque les établissements d'enseignement canadiens ne produisent pas en nombre suffisant certaines catégories de travailleurs hautement spécialisés qui sont facilement disponibles dans d'autres pays. Cet aspect devient encore plus problématique lorsque ces travailleurs étrangers peuvent être embauchés par les employeurs au Canada pour des salaires relativement modestes selon la norme canadienne. Dans ce cas, les entreprises canadiennes demandent habituellement la permission d'embaucher des employeurs étrangers et de les faire venir au Canada comme immigrants. Pour leur part, les travailleurs canadiens favorisent habituellement les mesures qui restreignent ce genre d'immigration pour que les entreprises soient obligées de former des travailleurs canadiens de manière à ce qu'ils acquièrent ces compétences.

Enfin, il y a beaucoup de travailleurs *sans emploi* – c'est-à-dire, des personnes appartenant à la population active qui n'ont pas d'employeur – et qui voudraient avoir accès à des services d'éducation ou de formation subventionnés, en cours d'emploi ou sous une autre forme, afin d'améliorer leurs chances de se trouver un emploi offrant un salaire décent. Ces travailleurs en chômage aimeraient que les employeurs soient incités, voire même obligés, d'offrir une

formation non seulement à leurs employés actuels mais aussi à d'autres (y compris les sans-emplois), qui souhaitent acquérir des compétences professionnelles plus commercialisables.

Pourquoi les travailleurs peuvent-ils sous-investir

Contrairement aux employeurs, les travailleurs possèdent leurs propres compétences spécialisées. Peu importe où ils aillent, leurs connaissances les suivent. Ainsi, les raisons pour lesquelles les entreprises peuvent sous-investir dans l'éducation et la formation des travailleurs ne s'appliquent pas à ces derniers. Dans leur cas, le sous-investissement est une menace éventuelle en raison des risques liés aux possibilités d'emploi et aux difficultés de trouver les fonds nécessaires pour couvrir les frais de scolarité et les frais de subsistance durant les périodes de formation.

Si les travailleurs possèdent leurs compétences spécialisées, ils ne possèdent habituellement pas les autres facteurs de production. Pour appliquer ces connaissances spécialisées, la plupart des travailleurs doivent vendre leurs services à des employeurs. En outre, ce sont les entreprises (employeurs) qui effectuent la plus grande partie de la planification relative à ce qui sera produit, de quelle façon et en quelles quantités. En raison de cela, ce sont principalement les entreprises qui savent d'avance quelles seront les perspectives d'emploi. Les travailleurs doivent deviner cela en fonction de ce qu'ils peuvent observer et des tendances récentes qui ressortent des postes offerts, de l'emploi et des gains. En outre, même s'il y a de nombreuses offres d'emploi pour des travailleurs ayant des compétences particulières, il n'y a aucune garantie qu'une personne nouvellement qualifiée sera embauchée, notamment s'il y a aussi de nombreux autres candidats plus qualifiés et expérimentés qui convoitent les mêmes postes.

Parce que les personnes ne contrôlent pas la demande de main-d'œuvre et qu'elles sont habituellement mal placées pour prévoir l'évolution de la demande et de l'offre de main-d'œuvre, il est inévitable que certains feront des investissements en éducation et en formation professionnelles qui donneront de piètres résultats par rapport à leurs attentes et espoirs initiaux. Dans certains cas, une personne pourra ne jamais récupérer les déboursés directs et les coûts d'opportunité des programmes d'éducation et de formation qu'elle a choisi de suivre. Ce facteur de risque a tendance à décourager les investissements individuels et familiaux en éducation et en formation supplémentaires, notamment parmi les moins bien nantis, qui ne peuvent se permettre de perdre de l'argent sur leur investissement. Pour des raisons analogues, les institutions financières hésitent à faire des prêts aux particuliers pour la plupart des programmes d'éducation et de formation à moins qu'ils ne soient garantis par quelque chose d'autre que le rendement futur attendu du programme d'études et de formation.

On pense que ce sont là les principales raisons pour lesquelles les particuliers et les familles auront tendance à sous-investir dans l'éducation et la formation axées sur l'emploi.

LES INTÉRÊTS DU PUBLIC ET DE L'ÉTAT

L'INTÉRÊT DU PUBLIC À L'ÉGARD DE L'ÉDUCATION ET DE LA FORMATION des travailleurs découle du fait que les employeurs et les travailleurs canadiens, de même que leurs parents et leurs familles, font tous partie du public. En outre, le public est la source des recettes – par l'intermédiaire des impôts – qui financent les programmes d'études et de formation publics.

Les gouvernements sont les représentants officiels de l'électorat. Parce que les gouvernements ne peuvent satisfaire tous les membres du public simultanément, ils doivent constamment faire des choix au sujet des groupes qu'ils écouteront. Ils produisent aussi et façonnent une bonne partie de l'information sur laquelle sont fondés les choix et les perceptions du public.

L'intérêt de l'État en matière d'éducation et de formation des travailleurs s'explique de plusieurs façons. Premièrement, l'électorat est préoccupé par la question. Deuxièmement, cette préoccupation s'explique par le nombre élevé d'emplois que l'on retrouve dans le secteur public. Troisièmement, on pense que les programmes publics d'éducation et de formation ont une incidence sur d'autres secteurs de responsabilité gouvernementale, par exemple, l'assurance-chômage et l'aide sociale. On considère que les travailleurs qui ont une scolarité limitée ont plus de chance de recourir aux programmes publics de soutien du revenu. Enfin, tous les niveaux de gouvernement au Canada doivent maintenant composer avec des contraintes budgétaires et les fonds consacrés à l'éducation et à la formation publiques ne peuvent être employés à d'autres fins.

L'ÉVOLUTION DES ALLIANCES AU SEIN DES GOUVERNEMENTS

LES POSITIONS TENUES PAR LES GOUVERNEMENTS EN MATIÈRE D'ÉDUCATION et de formation des travailleurs sont fondamentalement instables en raison des intérêts divergents des membres de l'électorat, des intérêts des employés du secteur public et des problèmes budgétaires. La difficulté provient du fait que les positions tenues par les gouvernements en matière d'éducation et de formation représentent des alliances changeantes qui font intervenir les intérêts des entreprises *par rapport* à ceux des travailleurs et *par rapport* à ceux des contribuables.

Imputer nos problèmes économiques à un déficit d'apprentissage

Beaucoup d'intervenants des milieux d'affaires se sont empressés d'imputer les difficultés récentes du Canada sur le plan de l'emploi aux lacunes du système public d'enseignement et de formation – et non à leurs propres programmes de formation. Le message émanant du secteur des entreprises n'est pas que l'on devrait consacrer davantage de fonds à l'éducation et à la formation, mais que les fonds qui y sont déjà affectés devraient être dépensés plus judicieusement.

Prenons par exemple les conclusions sommaires d'une enquête approfondie menée auprès des entreprises de la Colombie-Britannique par la Chambre de commerce de cette province (1994) :

> La question n'est pas d'obtenir « plus d'argent du gouvernement ». Elle a trait à l'utilisation efficace des ressources. Nos dépenses publiques en pourcentage du produit intérieur brut se situent aux environs de la médiane lorsqu'on les compare à celles des autres économies développées.
>
> Cependant, le perfectionnement de nos ressources humaines ne suffit pas pour garantir le succès au sein de la nouvelle économie. En dépit des dépenses élevées consacrées à l'éducation, le chômage demeure obstinément élevé (1 618 000 au Canada et 182 000 en C.-B.), pourtant, il y a plus de 400 000 offres d'emploi au Canada qui ne trouvent pas preneur parce que les employeurs ne peuvent recruter des gens possédant les compétences dont ils ont besoin à un prix concurrentiel. De l'avis des dirigeants d'entreprises, le Canada arrive derrière presque tous les autres pays développés à cet égard (p. 61).

Ce que les milieux d'affaires disent, effectivement, est que les entreprises embaucheraient plus de Canadiens s'il était rentable pour elles de le faire.

La rentabilité dépend en partie de l'éducation et des compétences que possèdent les travailleurs au moment où ils sont embauchés. Des travailleurs sachant lire, possédant d'autres aptitudes d'apprentissage et disposés à acquérir par eux-mêmes les connaissances liées au fonctionnement des machines ou d'autres procédés de l'entreprise seront beaucoup moins coûteux à former (pour les employeurs) que ceux à qui il faut montrer presque tout ce qu'ils ont besoin de savoir en faisant appel à du personnel plus expérimenté, en situation pratique.

Ceux qui ont déjà acquis une expérience directe des machines ou des procédés liés à leur nouvel emploi nécessiteront moins de formation de la part de leur nouvel employeur pour atteindre un niveau donné de productivité. Cet aspect de l'arbitrage coût-efficacité de l'embauche des travailleurs ressort clairement des remarques suivantes recueillies lors de l'enquête de la Chambre de commerce de la Colombie-Britannique (1994, p. 52) :

> Manifestement, une formation accrue se traduit par des coûts unitaires moins élevés en assurant une production plus efficiente – qu'elle soit assurée par le secteur public ou le secteur privé. En améliorant l'éducation et la formation publiques, on contribuera à hausser la productivité des entreprises parce qu'elles n'auront pas à investir autant dans la formation interne.

Dans son examen récent des programmes de sécurité sociale au Canada, le gouvernement fédéral s'est joint à d'importants segments des milieux

d'affaires pour affirmer que nos problèmes nationaux sur le plan de l'emploi sont une conséquence de la formation et de l'éducation inadéquates des travailleurs. Un document de travail consacré au thème de *La sécurité sociale dans le Canada de demain*, produit par Développement des ressources humaines Canada (1994), fait ressortir les points suivants :

> Pour maximiser nos perspectives d'avenir, nous avons besoin de plus d'emplois. Et pour avoir plus d'emplois, nous devons amener plus d'intérêts canadiens et étrangers à investir dans la création d'emplois. Il nous faut devenir un véritable pôle d'investissement. La clé du succès, c'est de combler nos « lacunes de compétences », en offrant la main-d'œuvre la plus instruite et la mieux formée au monde. Voilà quel devrait être notre but commun au cours des années à venir (p. 10).

Deux grandes explications sont offertes quant à la façon dont s'est creusé notre « déficit des compétences » apparent. Le document de travail soutient que la mondialisation des marchés et des activités de production est l'une de ces raisons.

> [...] à long terme, nos activités manufacturières non qualifiées et à forte densité de main-d'œuvre diminuent à mesure que les producteurs du Tiers Monde prennent de l'expansion. Les services, y compris les services de pointe, sont devenus le principal secteur de croissance économique (p. 15).

Le document de réflexion pointe ensuite en direction du changement technologique comme deuxième explication.

> Si l'on veut que les Canadiens et les Canadiennes s'assurent un minimum de sécurité dans ce nouveau marché tumultueux et incertain, le monde de l'enseignement devra se mettre au pas. Son plus grand défi sera de s'adapter aux changements technologiques et économiques.
>
> Les nouveaux emplois d'aujourd'hui exigent une scolarité plus poussée et des compétences plus avancées et plus spécialisées. Même pour des emplois qui, autrefois, n'exigeaient que quelques années de scolarité, il faut aujourd'hui un diplôme d'études secondaires (p. 19).

Trois thèmes distincts au moins ressortent des explications que donne le document de réflexion de la façon dont la mondialisation et le changement technologique font évoluer les besoins de formation et d'éducation des Canadiens.

Le premier thème est que ces changements contribuent à éliminer de nombreux emplois, les pertes les plus lourdes survenant dans les secteurs où l'on retrouvait dans le passé les travailleurs les moins scolarisés. Cela est indéniable, du moins jusqu'à maintenant. Le second thème est qu'un nombre disproportionné

des nouveaux emplois (plus attrayants) qui sont créés vont à des travailleurs plus scolarisés. Cela aussi est indéniable. En raison de ces profils de pertes d'emploi et d'embauche dans les postes nouvellement créés, nous apprenons dans le document de réflexion cité ci-dessus que

> [...] au cours des trois dernières années, le nombre d'emplois offerts aux diplômés universitaires a augmenté de 17 p. 100, tandis que le nombre d'emplois offert aux personnes n'ayant pas de diplôme d'études secondaires a baissé de 19 p. 100 (p. 19).

Le troisième thème est qu'un nombre disproportionné des personnes ayant une scolarité plus élevée sont embauchées pour occuper les emplois nouvellement créés *parce que ce sont des emplois hautement spécialisés qui intègrent les nouvelles technologies.*

Les taux de chômage sont, de fait, beaucoup moins élevés pour ceux qui ont une scolarité plus élevée. Les gains augmentent aussi considérablement avec le niveau de scolarité. Une conclusion que l'on peut tirer de ces faits est qu'il y aurait beaucoup moins de chômage et de pauvreté si nous pouvions réduire le nombre de personnes moins scolarisées.

La promesse qu'une réduction du nombre de personnes ayant une faible scolarité permettrait d'atténuer les problèmes de chômage et de faible rémunération se trouve renforcée par certaines notions chères aux économistes au sujet du capital humain et de la détermination des salaires. Les investissements en éducation et en formation sont considérés par les économistes comme ayant un rendement à long terme, du point de vue tant public que privé. Dans des recherches empiriques sur la comptabilité de la croissance, on a tenté de quantifier les effets de l'investissement public en éducation sur la croissance économique nationale. La principale conclusion de ces travaux est résumée dans la citation suivante, tirée d'un rapport de Newton et coll. (1992) :

> Plusieurs auteurs ont employé la méthode de la comptabilité de la croissance pour mesurer l'apport de l'éducation à la croissance économique sur diverses périodes. Les résultats montrent invariablement que cet apport est positif, se chiffrant à environ un demi point de pourcentage par année (p. 3).

Cette observation découle d'un examen détaillé des estimations de la contribution de l'éducation et de la formation à la croissance économique au Canada, mené par le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (1989-1990).

Le jugement selon lequel le déficit de l'emploi que connaît le Canada est principalement attribuable à un « déficit de compétences » sert à détourner l'attention des travailleurs et du public des pratiques des entreprises et d'autres

aspects de la politique gouvernementale qui influent sur les niveaux d'emploi. Plutôt, l'attention se porte sur nos systèmes d'éducation et de formation, à tort selon nous, en dépit des estimations comptables de la croissance et du fait que les taux de chômage sont beaucoup plus élevés parmi les personnes moins scolarisées.

Consacrer plus de fonds publics à l'éducation n'est pas la solution

En plus de faire écho aux dirigeants d'entreprise qui prétendent que notre déficit national sur le plan des compétences est une cause importante des problèmes de chômage et de sous-emploi que connaît le Canada, le gouvernement fédéral s'est joint à certains représentants des milieux d'affaires et défenseurs des intérêts des contribuables pour affirmer que la solution ne consiste pas à consacrer plus de fonds publics à l'éducation et à la formation. Prenons, par exemple, le passage suivant tiré du document de réflexion, où la thèse selon laquelle l'amélioration de l'éducation et de la formation de notre main-d'œuvre contribuera à préserver et à rétablir la prospérité au Canada est jumelée aux arguments voulant que le Canada dépense déjà beaucoup dans ce domaine. La conséquence est que nous devons dépenser plus sagement – et non davantage – pour l'éducation des travailleurs.

> De toute évidence, l'énorme investissement que les provinces ont consenti au fil des ans à ce chapitre, avec l'aide financière du gouvernement fédéral, a porté fruit. Dans l'éducation postsecondaire seulement, notre pays dépense chaque année des sommes équivalant à 2,6 p. 100 de la valeur totale de son économie, ce qui correspond à une plus grande part du PIB que tout autre pays. Au bas mot, 60 p. 100 des diplômés d'études secondaires canadiens passent directement aux études supérieures dans un établissement d'enseignement postsecondaire.
>
> [...] à l'aube d'un siècle nouveau, nous devons viser plus haut vers un meilleur niveau de connaissances et ainsi conserver encore notre place parmi les sociétés les plus prospères du monde. Pour maintenir notre niveau de vie, nous devons de toute urgence renforcer nos systèmes d'apprentissage et de formation (p. 65-66).

Prendre le parti des travailleurs sur la question de l'accès

Mais à d'autres égards, le gouvernement fédéral et plusieurs provinces ont tendance à prendre le parti des travailleurs plutôt que celui des employeurs pour ce qui est de la nature de la réforme requise par notre système d'éducation. Les gouvernements ont choisi d'insister sur un meilleur accès à l'éducation et à la formation, notamment pour ceux qui ont la capacité de travailler et qui sont classés comme employables mais qui ont dépendu de l'assurance-chômage ou de l'aide sociale.

Une indication de la nature de la vision fédérale de la façon dont notre système d'éducation devrait être restructuré ressort du passage emphatique suivant tiré du document de réflexion.

> Pourtant, en tant que société, n'est-il pas dans notre intérêt de faire davantage ? Quand des personnes découvrent du jour au lendemain que leurs qualifications sont insuffisantes ou dépassées, n'est-il pas dans notre intérêt de les aider à se recycler en fonction des emplois avantageux qu'offre l'économie d'aujourd'hui ? (p. 8)

> L'aggravation du chômage chronique et la hausse observée dans le nombre des habitués de l'assurance-chômage montrent bien que les chômeurs ne reçoivent pas l'aide dont ils ont besoin pour reprendre leur destinée en main. Trop de jeunes quittent l'école sans être préparés à affronter le monde du travail. Trop de personnes inscrites à l'aide sociale et trop de salariés n'ont pas les moyens de relever leurs compétences – ou n'y sont pas autorisés par le système. Trop de gens dont la carrière est bouleversée par le changement ne reçoivent pas la formation dont ils ont besoin (p. 22).

Simultanément, les gouvernements ont commencé à réduire le financement accordé à l'enseignement supérieur et à la recherche. Les gouvernements ne reconnaissent pas que les études supérieures et la recherche de pointe font l'objet de sérieuses coupures qui s'inscrivent dans les mesures de réduction du déficit, mais cela est la conséquence inévitable de la nature de certaines des coupures effectuées et de la façon dont elles sont mises en œuvre.

Les étudiants et les entreprises doivent payer davantage

Sur la question du financement, les énoncés de politique du gouvernement fédéral vont à l'encontre (à certains égards) des préoccupations exprimées par les entreprises, les travailleurs et les contribuables. Traduisant des impératifs budgétaires, la position du gouvernement semble être que les frais de scolarité doivent augmenter pour les programmes de formation des adultes subventionnés à même les deniers publics. On laisse aussi entendre que les entreprises doivent faire davantage pour aider à former non seulement leurs propres travailleurs mais aussi les autres qui ont un sérieux problème d'employabilité. Le document de réflexion énonce ce qui suit :

> Un obstacle fondamental empêche de nombreux Canadiens et Canadiennes d'acquérir des compétences, et c'est qu'ils n'ont pas les compétences de base nécessaires à l'apprentissage [...]. Non seulement ces compétences sont-elles nécessaires dans la plupart des emplois, mais elles sont à la base de l'acquisition de compétences plus avancées. Les personnes qui ne possèdent pas ces compétences élémentaires sont défavorisées

> dans le monde actuel et le seront encore plus dans celui de demain, à moins de recevoir de l'aide pour y remédier [...]. Au moment de concevoir de meilleurs services de développement de l'emploi, les Canadiens et les Canadiennes devront choisir quelle est la meilleur façon d'améliorer l'acquisition des compétences de base [...]. L'amélioration des services de développement de l'emploi pourrait amener les employeurs à jouer un rôle plus important en matière de formation (p. 38-39).

Les entreprises semblent toujours vouloir intervenir davantage dans le choix des programmes de formation et d'éducation fournis à même les deniers publics. Mais les entreprises veulent-elles aussi faire partie du système public d'éducation et de formation ? Souhaitent-elles avoir un contrôle plus direct et assumer une part plus importante des coûts directs et des responsabilités qui sont un élément essentiel de la prestation d'un service qui touche le public ? Des changements de ce genre rendraient-ils les entreprises canadiennes plus concurrentielles et accroîtraient-ils leur demande de main-d'œuvre ? Seraient-ils même souhaitables du point de vue du travailleur ou du public en général ?

Les pressions que pourraient subir les entreprises

Peu importe les réponses aux questions qui précèdent, les entreprises feront probablement face, dans les années à venir, à des pressions croissantes en vue de contribuer davantage financièrement et d'autres façons à l'éducation et à la formation des travailleurs, notamment ceux qui sont sans travail. Trois raisons au moins expliquent pourquoi il en est ainsi :

- Les gouvernements n'ont plus d'argent.
- Les particuliers semblent prêts à lutter pour éviter d'avoir à payer davantage eux-mêmes pour participer à des programmes d'apprentissage.
- On considère que les entreprises canadiennes dépensent trop peu au chapitre de l'éducation et de la formation des travailleurs.

Il est peu probable que plus de fonds publics seront consacrés à l'éducation et à la formation dans un avenir immédiat. Le document de réflexion est rempli d'énoncés proclamant l'importance du savoir pour la prospérité du Canada et d'anecdotes révélant comment de nombreux Canadiens ne reçoivent pas l'éducation et la formation dont ils ont besoin. Pourtant, le même gouvernement fédéral, qui est à l'origine de ce document, vient tout juste de présenter un plan budgétaire triennal qui réduira effectivement les transferts fédéraux aux provinces au chapitre de l'enseignement supérieur et le soutien fédéral aux programmes de bien-être provinciaux qui aident à subventionner et à fournir de la

formation professionnelle à de nombreuses personnes qui éprouvent de sérieux problèmes d'employabilité. Aucune province n'a promis de remplacer entièrement les fonds fédéraux perdus au chapitre de l'éducation et de la formation et toutes sont elles-mêmes aux prises avec de sérieux problèmes de déficit budgétaire et d'endettement.

Betcherman (1993) présente des données sommaires provenant de 14 enquêtes différentes où l'on a tenté de mesurer la formation dans les entreprises canadiennes. Dans une étude antérieure, Betcherman (1992) avait aussi tenté de faire des comparaisons de l'investissement en formation des entreprises canadiennes avec celles des autres pays. Dans son étude de 1993, l'auteur arrive à la conclusion suivante :

> Compte tenu des difficultés que comporte la mesure de la formation en industrie, il ne faudrait pas s'étonner que toute comparaison internationale doive être approchée avec beaucoup de prudence. Outre les problèmes de définition et d'échantillonnage que nous avons déjà signalés, les différences structurelles et institutionnelles entre les pays sont un élément supplémentaire de complexité. Néanmoins, les données disponibles laissent clairement ressortir que les entreprises canadiennes font moins de formation que celles des autres grands pays industrialisés. Cette conclusion est fondée sur une gamme d'indicateurs (uniformisés le plus possible d'un pays à l'autre), y compris le pourcentage des employés qui reçoivent de la formation offerte par l'employeur, le pourcentage des entreprises offrant de la formation, les dépenses du secteur privé à ce chapitre et l'incidence des programmes d'apprentissage (p. 23).

Certains dirigeants des milieux d'affaires canadiens reconnaissent que les entreprises devraient probablement dépenser davantage au chapitre de l'éducation des travailleurs. De fait, la Chambre de commerce de la Colombie-Britannique (1994, p. 37) a indiqué l'an dernier que 91 p. 100 des entreprises ayant participé à un sondage étaient d'accord avec l'énoncé suivant : « Pour devenir plus concurrentielles, les entreprises de la Colombie-Britannique doivent consacrer plus d'effort à la formation professionnelle des travailleurs ». Il y a un certain fondement à l'argument selon lequel les mesures gouvernementales visant à encourager les entreprises à investir davantage dans le perfectionnement de leur main-d'œuvre seraient profitables à ces dernières. Mais si cela est vrai, pourquoi les entreprises ne font-elles pas déjà ces dépenses ? La myopie est parfois invoquée comme explication.

À tout événement, une bonne partie du public serait probablement favorable à l'idée d'obliger les entreprises à dépenser davantage pour l'éducation des travailleurs, peu importe qu'elles en tirent un avantage direct du point de vue de la maximisation de leurs bénéfices. Dans une démocratie comme la nôtre, le contrat social implicite qui existe entre le public et les entreprises est que ces dernières et leurs propriétaires capitalistes devraient pouvoir réaliser des bénéfices, mais qu'en retour ils devraient garantir un emploi décent aux

gens – « décent » voulant dire un nombre suffisant d'emplois qui soient suffisamment rémunérés et stables pour permettre aux travailleurs et à leurs familles de jouir d'un mode de vie décent. De plus en plus, on estime que les entreprises se soustraient aux responsabilités que leur impose ce contrat social, utilisant comme prétexte la menace de la fuite des capitaux et de la perte de parts de marché dans l'économie mondiale. Un des résultats probables de cette tendance est l'érosion du respect du public à l'égard du bien-être des entreprises même si cela risque de nuire encore davantage aux perspectives d'emploi des Canadiens.

MÉCANISMES VISANT À INCITER LES EMPLOYEURS À INVESTIR DAVANTAGE DANS LA FORMATION DES TRAVAILLEURS

D'AUTRES MESURES VISANT À INCITER LES EMPLOYEURS à investir davantage dans la formation des travailleurs sont à l'étude dans divers ministères. Les mesures envisagées le plus sérieusement entrent dans deux catégories : des impôts ou des subventions qui rendraient financièrement plus attrayant, pour les entreprises, d'investir davantage dans des programmes d'éducation et de formation, et des changements sur le plan de la régie qui motiveraient les entreprises à se préoccuper davantage des perspectives d'emploi et de gains de leurs employés. Nous examinons, dans ce qui suit, certains des avantages, des inconvénients et des différences que comportent ces deux stratégies.

IMPÔTS OU SUBVENTIONS À L'INVESTISSEMENT EN ÉDUCATION POUR LES EMPLOYEURS

LE DOCUMENT DE RÉFLEXION SOULIGNE la gamme des stimulants financiers à l'étude pour amener les employeurs à investir dans la formation des travailleurs et certaines des considérations qui influent sur l'intérêt que suscitent diverses solutions :

> L'employeur tire des avantages de la formation en milieu de travail, mais ces avantages peuvent être indirects ou à long terme. Cette formation offre des bienfaits importants à la société, car les travailleurs bien formés sont plus aptes à occuper un emploi et peuvent s'adapter plus facilement s'ils doivent changer d'emploi. Par conséquent, il conviendrait peut-être que les gouvernements prennent des mesures afin d'encourager les employeurs à organiser ce genre d'activités de formation. On devrait viser tout spécialement les petites et moyennes entreprises qui, souvent, n'ont pas les ressources nécessaires pour offrir elles-mêmes beaucoup de formation structurée.
>
> Les observateurs ont proposé diverses façons de promouvoir la formation dirigée par l'employeur : crédits d'impôt pour les employeurs, prélèvement

> pour la formation, subventions salariales et aide directe du gouvernement, congrès d'études payés, bons de formation individuels et ententes de travail partagé. Ces possibilités devront faire l'objet d'une étude plus approfondie. Cette étude devra tenir compte du fait que, dans la plupart des cas, les employeurs trouvent leur compte à investir dans le perfectionnement de leurs employés (p. 39-40).

Un élément clé d'une stratégie axée sur les stimulants financiers pour tenter d'accroître l'investissement fait par les employeurs dans la formation des travailleurs est qu'elle n'a pas pour effet de modifier les mécanismes décisionnels fondamentaux des entreprises. Plutôt, ces mesures visent à profiter des mécanismes décisionnels en place dans les entreprises pour atteindre des objectifs socialement souhaitables sur le plan de l'investissement en capital humain. Ce sont des solutions relativement non intrusives qui seraient peu menaçantes pour les intérêts des entreprises établies, même si des prélèvements au titre de la formation pourraient hausser leurs coûts.

Certains autres pays, la France par exemple, prélèvent des impôts de formation que l'on crédite aux entreprises qui se conforment à des normes clairement définies au chapitre des dépenses de formation. Un impôt de formation assorti de remises pour les entreprises qui offrent des services de formation et d'enseignement aurait l'avantage de contribuer à corriger le problème posé par le fait que les entreprises qui investissent dans la formation de leurs travailleurs subissent souvent des pertes parce que leurs employés migrent vers d'autres entreprises offrant des salaires plus élevés mais investissant moins dans la formation et l'éducation. Pour les entreprises de petite taille qui ne profitent pas des économies d'échelle accessibles aux plus grandes en matière de formation professionnelle, un programme d'impôt et de remises de formation permettrait de regrouper leurs ressources pour en venir à des niveaux de formation plus comparables à ceux des grandes entreprises. L'impôt de formation prélevé auprès des petites entreprises qui n'offrent pas ou ne défraient pas de programme de formation professionnelle serait versé dans un compte de recettes qui servirait à offrir des programmes publics d'enseignement et de formation aux travailleurs de ces entreprises. Pour les autres petites entreprises, un tel programme les inciterait probablement à se regrouper ou à collaborer avec une association industrielle ou ouvrière pour trouver les moyens d'offrir des programmes communs d'études et de formation à leur main-d'œuvre.

Un des principaux défis que pose la mise en œuvre d'un régime de stimulants financiers lié aux programmes de formation des employeurs est de trouver les moyens pratiques de choisir les programmes d'études et les activités de formation admissibles (ou subventionnés) et d'assurer un suivi effectif et continu de ces activités. Ce problème ressemble à celui que soulève la collecte de renseignements utiles par voie d'enquête sur l'éducation et la formation en milieu de travail. Betcherman (1993) a fait les observations suivantes au sujet des enquêtes consacrées aux programmes d'études et de formation offerts ou subventionnés par les employeurs.

> Si l'on examine tout d'abord les études menées dans les entreprises, le sondage le plus récent qui assure une couverture étendue et qui s'appuie sur une définition formelle de la formation est l'enquête sur la formation et le perfectionnement des ressources humaines de 1987, où 30,7 p. 100 des répondants ont indiqué offrir des programmes de formation.
>
> Il est à noter que ce chiffre a été contesté [...]. De fait, cette préoccupation a mené à l'effort plus récent de collectes de données – l'enquête nationale sur la formation, parrainée par le Centre canadien du marché du travail et de la productivité (CCMTP) – où la définition de la « formation » et d'autres questions méthodologiques ont été conjointement résolues par des représentants des entreprises et des syndicats [...].
>
> Les estimations sont beaucoup plus élevées lorsque l'on tient compte de la formation non structurée. L'enquête du Comité de la petite entreprise de la FCEI (1988) et l'enquête sur les ressources humaines (1979) ont permis de recueillir des données sur la formation en entreprise qui englobaient les activités non structurées; [...] l'incidence dans les deux cas se situait entre 60 et 70 p. 100 [...] (p. 20-21).

S'il est difficile de produire des mesures significatives et acceptées d'aspects très simples de l'enseignement et de la formation en milieu de travail (par exemple, le nombre d'entreprises offrant de la formation et le nombre d'employés qui en reçoivent), il sera manifestement difficile d'élaborer des critères significatifs et acceptés de ce que l'on doit considérer comme des activités de formation ou d'éducation offertes ou défrayées par l'employeur en vue d'administrer des stimulants financiers qui inciteront les employeurs à investir dans la formation. Les différends et la paperasserie qui en résulteront seront autant de facteurs qui pourraient amener les entreprises canadiennes à faire encore plus d'effort pour réduire leur effectif en achetant des ordinateurs et d'autres formes de technologie, et à déplacer une partie de leur production à l'étranger. Il faut donc éviter d'aboutir à ce résultat car la principale préoccupation des travailleurs et du public en matière de formation professionnelle est le niveau insuffisant de l'emploi, aggravé par les perspectives très limitées d'obtenir un poste attrayant du point de vue des conditions de travail, de la sécurité d'emploi et de la rémunération.

CHANGEMENTS AU NIVEAU DE LA RÉGIE D'ENTREPRISE

UNE AUTRE SOLUTION EN VUE D'ACCROÎTRE L'INVESTISSEMENT que font les employeurs dans la formation des travailleurs est de modifier les mécanismes décisionnels des entreprises de manière à pouvoir s'attendre raisonnablement à ce qu'ils suscitent un plus grand engagement en matière d'éducation et de formation professionnelle. Une possibilité serait d'exiger la représentation des travailleurs au conseil d'administration de leur entreprise (société). Le raisonnement derrière cette proposition est que les sociétés seraient forcées d'accorder

plus d'attention aux intérêts de leurs employés dans les décisions d'investissement et de planification à plus long terme de l'entreprise. D'un point de vue social, il est tout aussi essentiel que les entreprises créent de l'emploi et un pouvoir d'achat à la consommation que des biens et services concurrentiels. Sous cet angle, il serait logique de modifier les mécanismes décisionnels des entreprises pour les amener à investir davantage dans leur main-d'œuvre, même si cela comporte des coûts, pour les organisations visées, sur le plan de l'efficience de la production des biens et services. Un autre trait distinctif de cette option est que, contrairement à la plupart des mesures axées sur des stimulants financiers, elle ne comporte essentiellement aucun coût monétaire pour l'État outre les frais généraux de l'administration ou de la réglementation gouvernementale requis pour mettre en œuvre le programme et s'assurer que les entreprises se conforment aux nouvelles dispositions en matière de régie.

Cependant, cette solution comporte aussi des inconvénients manifestes. Premièrement, elle est interventionniste à l'extrême. Elle inciterait sûrement des entreprises à quitter le pays, à moins que les changements imposés par voie de législation ne soient aussi adoptés par la plupart des partenaires commerciaux du Canada. Un second inconvénient a trait à un phénomène bien documenté : le comportement des syndicats qui, à l'occasion, représentent les intérêts de leurs membres au détriment de ceux des non membres ou sans tenir compte des intérêts et des problèmes de certains groupes de travailleurs ayant des besoins différents ou qui sont trop peu nombreux pour infléchir les objectifs poursuivis par les syndicats. Les travailleurs qui siègent au conseil d'administration seraient incités à préconiser des politiques profitant aux employés *actuels*, aux dépens de la croissance de l'entreprise sur un horizon temporel allant au delà de la vie active de ces employés. En outre, dans les circonstances actuelles, il n'y aurait pratiquement aucune incitation à accepter des sacrifices pour améliorer les qualifications professionnelles ou créer des possibilités d'emploi pour ceux qui tentent d'entrer ou de revenir dans la population active.

Dans la meilleure des hypothèses, cette solution ne corrigerait qu'une gamme restreinte de problèmes d'emploi et de rémunération qui ont suscité l'intérêt des travailleurs, du public et des entreprises à l'égard de l'éducation et de la formation professionnelle.

AUTRES SOLUTIONS POSSIBLES

NOUS CROYONS QU'IL Y A RÉELLEMENT DES PROBLÈMES liés à l'éducation et à la formation des travailleurs au Canada et que l'on devrait s'y attaquer. À cette fin, il importe de comprendre que la solution de ces problèmes ne résoudra pas celui, de plus grande envergure, des taux élevés de chômage que l'on observe au Canada.

ÊTRE HONNÊTE AU SUJET DE LA NATURE DE NOS PROBLÈMES D'EMPLOI

À L'HEURE ACTUELLE, LA PLUPART DES PAYS DÉVELOPPÉS enregistrent des niveaux élevés de chômage et de sous-emploi. Le document de réflexion note ce qui suit :

> Dans la plupart des pays industrialisés, la croissance de l'économie et celle de l'emploi ne semblent maintenant plus suivre la même courbe. Le nombre de chômeurs est demeuré relativement stable, entre les années 1950 et le début des années 1970, dans les 24 pays alors membres de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). Depuis 1970, il a plus que triplé, avec des hausses en flèche au début des années 1980 et 1990. Le taux de chômage actuel au Canada, légèrement supérieur à 10 p. 100, se compare à celui qui sévit dans l'Union européenne, où il oscille en moyenne entre 10 et 11 p. 100 (p. 17).

De nombreux Canadiens considèrent que la gestion économique du pays et la création d'emploi doit être une responsabilité partagée entre le gouvernement fédéral et les entreprises. Les affirmations du gouvernement fédéral et des entreprises à l'effet que les taux de chômage inacceptables que nous connaissons à l'heure actuelle sont largement ou même principalement attribuables à des lacunes sur le plan de l'éducation et de la formation peuvent aider à atténuer les critiques du public pour un temps. Mais comme l'ont indiqué Nakamura, Cragg et Sayers (1994), ces tactiques de diversion pourraient aussi reporter à plus tard les efforts requis pour s'attaquer aux causes réelles de la perte d'emploi et des tensions croissantes que l'on observe dans le système de répartition du revenu fondé sur le travail au Canada. En outre, ces arguments pourraient orienter la réforme de nos systèmes d'enseignement et de formation dans la mauvaise direction.

ENCOURAGER DES RELATIONS D'EMPLOI DE PLUS LONGUE DURÉE

ON SEMBLE RÉSIGNÉ À ACCEPTER le caractère de plus en plus éphémère de l'emploi dans les documents émanant des gouvernements. Le passage suivant, tiré du document de réflexion, en constitue un exemple :

> Pour trop de chômeurs qui réussissent à se trouver un emploi, le répit est de courte durée. Près de 40 p. 100 des personnes inscrites à l'assurance-chômage en 1993 avaient reçu des prestations au moins à trois reprises au cours des cinq années précédentes – et le pourcentage va en augmentant [...].

> Même chez ceux qui ont réussi à échapper au chômage, le monde du travail est loin d'être aussi stable qu'il l'était il y a 20 ans à peine. Personne n'est à l'abri des bouleversements économiques. On ne parle pratiquement plus d'un « emploi à vie » chez un seul employeur, autrefois récompense automatique du dur labeur et de la loyauté. Une statistique éloquente illustre la mobilité qui caractérise maintenant le marché du travail; environ le quart des salariés ont moins d'un an d'ancienneté chez le même employeur (p. 18).

Nous croyons qu'il est essentiel que tous les paliers de gouvernement collaborent avec le secteur des affaires pour tenter de rétablir la sécurité d'emploi dans un large segment de la population active. Les mesures visant à encourager la diffusion de régimes de rémunération de la main-d'œuvre et de pratiques de relations industrielles permettant l'ajustement des gains sans congédiement durant les périodes de ralentissement économique pourraient aider à améliorer la sécurité d'emploi dans les secteurs où l'on enregistre de fréquentes fluctuations au niveau de la demande des consommateurs. La formule de rémunération avec prime qu'utilisent les Japonais est l'une des nombreuses façons d'atteindre cet objectif. Les éléments correcteurs du système d'assurance-chômage, qui pénalisent les entreprises utilisant des travailleurs à temps plein, devraient aussi aider, comme l'ont soutenu Nakamura (1995) et Nakamura et Diewert (à paraître). Une autre solution possible à ce problème est la proposition axée sur l'engagement en matière d'emploi qui a été faite en vue de réformer le régime d'assurance-chômage (Nakamura, 1995).

L'essence de cette proposition est que les employeurs et les travailleurs verseraient des taux de cotisation à l'AC inférieurs à l'égard des heures de travail pour lesquelles les employeurs ont pris un engagement substantiel à l'avance et qu'ils désignent volontairement comme étant les « heures promises ». Les travailleurs congédiés qui devaient travailler durant ces heures « promises » seraient automatiquement admissibles à percevoir des prestations d'assurance-chômage pour celles-ci, tandis que les employeurs qui feraient des congédiements touchant aux heures promises se verraient imposer une pénalité. Cette solution axée sur l'AC permettrait aux employeurs de prendre des engagements crédibles en matière de sécurité d'emploi, à la fois plus souples, restreints et liés à des situations et à des postes particuliers, en comparaison des modalités contractuelles courantes et des dispositions de sécurité d'emploi des conventions collectives. Avec un tel engagement en matière de sécurité d'emploi et des taux moins élevés de cotisation à l'AC (pour l'employeur et l'employé) à l'égard des heures promises, les employeurs pourraient embaucher des travailleurs de plus haut calibre à des salaires moins élevés dans les cas où ils peuvent planifier suffisamment longtemps à l'avance pour être en mesure d'embaucher des travailleurs selon une formule comportant un engagement à l'égard d'un certain nombre d'heures de travail.

Si l'on pouvait susciter un plus grand engagement à long terme tant chez les employeurs que chez les employés, cela aiderait à rétablir les stimulants

économiques et à réduire les risques que comportent l'investissement dans l'éducation et la formation des travailleurs, tant pour les employeurs que pour les travailleurs eux-mêmes.

VERS LA TOLÉRANCE ZÉRO EN MATIÈRE D'ANALPHABÉTISME

IL Y A UNE TENDANCE COMPRÉHENSIBLE CHEZ LES GOUVERNEMENTS à insister sur des mesures pouvant aider les gens à se détacher des programmes de soutien du revenu. Ce faisant, ils risquent de trop insister sur les besoins d'éducation et de formation des adultes ayant de sérieux problèmes d'employabilité. Mais des mesures destinées à prévenir les problèmes d'employabilité seraient aussi utiles parce que, progressivement, elles réduiraient la dépendance envers l'assurance-chômage et l'aide sociale. Une meilleure prestation des cours axés sur les apprentissages essentiels, à l'élémentaire et au secondaire, est importante à cet égard.

À l'exemple des entreprises qui ont progressivement adopté des politiques de tolérance zéro à l'égard des défectuosités, les Canadiens ont besoin de politiques gouvernementales qui les aideront à parvenir à la tolérance zéro en ce qui a trait à la promotion des enfants d'un niveau à l'autre dans les écoles publiques lorsqu'ils n'arrivent pas à maîtriser des compétences essentielles comme la lecture. Une première initiative à cet égard serait d'adopter des examens nationaux visant à mesurer les acquis fondamentaux à de nombreux points du cheminement scolaire élémentaire et secondaire; un sommaire des résultats obtenus devrait par ailleurs être mis sans délai à la disposition de tous les intéressés. Chaque étudiant ainsi que les enseignants, les parents ou les gardiens de l'étudiant, devraient recevoir les résultats. Un tel système d'examens permettrait d'identifier ceux et celles qui ont pris du retard dans certaines matières de base et de leur venir en aide. Il permettrait aussi d'identifier les enseignants, les programmes et les écoles qui ne réussissent pas dans leur mission éducative, augmentant par le fait même les chances d'éviter les échecs futurs. Les déclarations publiques d'appui à l'éducation permanente, qui sont en vogue, semblent déplacées aussi longtemps qu'un grand nombre d'enfants canadiens chemineront dans les programmes d'enseignement élémentaire et secondaire sans maîtriser de façon appropriée les compétences de base dont ils ont besoin pour se qualifier en vue d'obtenir même les emplois classés comme peu spécialisés ! Sur ce point, le document de réflexion signale que près de trois millions de Canadiens ont une capacité de lecture et d'écriture très limitée. Un autre groupe de quatre millions de Canadiens ont une certaine difficulté à lire les choses les plus simples que l'on rencontre dans la vie de tous les jours (p. 19). Certaines de ces personnes analphabètes ou semi-analphabètes ont complété plusieurs années d'études à l'école élémentaire et, dans bien des cas, elles ont aussi fréquenté l'école secondaire. Par ailleurs, il ne fait aucun doute que bon nombre des jeunes qui quittent l'école le font parce que, n'ayant pas les compétences requises pour demeurer à l'école, ils en viennent à éprouver de la frustration et

de l'ennui. Une meilleure surveillance des progrès d'apprentissage à l'école élémentaire et secondaire réduirait le fardeau imposé aux programmes d'apprentissage postsecondaires et à ceux offerts par les employeurs pour aider les personnes qui ne possèdent même pas les ressources d'apprentissage de base.

Rendre plus abordables l'enseignement et la formation postsecondaires pour les Canadiens

Deux groupes distincts ont besoin d'une formation postsecondaire. Le premier est celui des nouveaux diplômés de l'école secondaire. Habituellement, les membres de ce groupe ne sont pas mariés et ont peu ou pas d'enfants ou d'autres personnes à leur charge. La plupart vivent chez leurs parents. Les programmes d'éducation et de formation à temps plein sont alors la solution logique et abordable pour une bonne partie de ces personnes parce que leurs coûts de subsistance sont encore modestes. De plus, leurs besoins dépassent habituellement la simple maîtrise d'une discipline, dans le cadre d'un programme de formation. La plupart ne sont pas encore parvenus à la maturité et apprennent comment traiter avec les autres – des objectifs qu'il est difficile d'atteindre sans une interaction constante et directe entre les enseignants et les étudiants et entre les étudiants eux-mêmes.

Le second groupe est celui des adultes faisant déjà partie de la population active, pour la plupart hautement motivés à améliorer leurs compétences professionnelles pour accomplir un meilleur travail ou se qualifier en vue d'obtenir un emploi plus intéressant et mieux rémunéré, ou encore parce qu'ils ont été (ou craignent d'être) mis à pied. Ce groupe a besoin de programmes d'éducation et de formation adaptés à leur situation de travailleurs à temps plein. Une telle formule supprimerait le coût le plus important des programmes d'éducation et de formation dans le cas des adultes : le coût d'opportunité de ne pas travailler. De plus, cela signifierait que les étudiants adultes qui occupent un emploi n'auraient pas à le quitter pour participer à un programme d'études et de formation postsecondaires, ce qui les exposerait à des périodes de chômage alors qu'ils tentent de se trouver un nouvel emploi au terme de leur programme de formation.

De nombreux étudiants de ces deux groupes profiteraient d'une révision des modalités financières destinées à aider les particuliers à investir financièrement dans leur propre capital humain lié au monde du travail. Comme l'a évoqué Michael Trebilcock dans son commentaire sur une version antérieure de la présente étude, la réforme des modalités d'aide financière pourrait comprendre des régimes d'épargne en franchise d'impôt, des crédits d'impôt, des bons d'études et des programmes de prêts fondés sur le revenu et autres appuyés par des garanties gouvernementales pour les institutions prêteuses, et des modalités de remboursement intégrées au système fiscal pour réduire au minimum les abus et les pertes financières. Comme Trebilcock et Daniels (1994) l'ont souligné, ces mesures pourraient aussi améliorer le fonctionnement des

systèmes d'enseignement et de formation canadiens en suscitant une plus grande concurrence du côté de l'offre.

PRESTATIONS PUBLIQUES DE RENSEIGNEMENTS SUR L'EMPLOI ET LA RÉMUNÉRATION DES DIPLÔMÉS

L'EFFICACITÉ DES PROGRAMMES PUBLICS D'ENSEIGNEMENT élémentaire et secondaire pourrait être assujettie à un système d'examens périodiques et obligatoires visant à mesurer les progrès accomplis par les étudiants. Mais au niveau postsecondaire, le contenu des programmes d'enseignement et de formation varie tellement qu'il est moins pratique ou judicieux d'envisager des examens uniformisés pour évaluer l'efficacité des programmes. Ce qui pourrait être plus utile à ce niveau serait la diffusion de renseignements sur l'emploi et la rémunération des diplômés sortant de tous les programmes d'enseignement postsecondaire subventionnés à même les deniers publics. À cet égard, les seuls renseignements actuellement disponibles pour l'ensemble du pays sont les résultats des enquêtes nationales, dont le recensement périodique de Statistique Canada qui nous renseigne sur la scolarité acquise par les répondants, mais sans fournir de détails sur les institutions fréquentées et les programmes suivis. On devrait constituer un dossier scolaire composite pour un échantillon soigneusement sélectionné d'étudiants participant à des programmes d'études subventionnés par l'État. Le revenu annuel et les autres renseignements sur l'emploi tirés de leur dossier d'employé et de leurs déclarations d'impôt devraient s'ajouter à ce dossier composite. Ces données permettraient un examen factuel *ex post* des résultats obtenus sur le plan de l'emploi et des gains par suite des investissements faits dans divers programmes d'enseignement et de formation postsecondaires.

Les renseignements publics sur l'emploi et les gains que l'on peut espérer obtenir après avoir participé à un programme d'enseignement ou de formation subventionné à même les deniers publics aideraient les adultes à devenir des consommateurs plus avertis dans ce domaine. Cela imposerait aussi une plus grande discipline de marché dans l'offre des programmes d'études postsecondaires.

CONCLUSIONS

EN DÉPIT DU FAIT QUE LA COLLECTIVITÉ DES ENTREPRISES, les travailleurs et les responsables publics semblent tous vouloir une éducation et une formation de meilleure qualité et plus poussées au Canada, les intérêts de ces groupes divergent à de nombreux égards.

Plutôt que de modifier les mécanismes de régie des sociétés pour tenter d'inciter les entreprises à investir davantage dans l'éducation et la formation des travailleurs, nous proposons un certain nombre d'autres réformes. D'abord, nous recommandons que soient appliqués des examens uniformisés comme moyen de suivre et de promouvoir l'efficacité des programmes d'enseignement

élémentaire et secondaire. Puis, dans le cas des programmes d'études postsecondaires, nous recommandons que des données sur l'emploi et les gains des diplômés de tous les programmes subventionnés à même les fonds publics soient recueillies et que l'on diffuse dans le public des sommaires appropriés. Cela aiderait à injecter une certaine discipline de marché dans la prestation des programmes d'études postsecondaires. Nous recommandons aussi que des programmes d'apprentissage spéciaux, harmonisés avec le travail à temps plein, soient mis au point pour les adultes faisant partie de la population active et que les modalités financières soient révisées pour faciliter l'accès des adultes aux programmes de formation professionnelle dont ils ont besoin.

Nous notons certains des avantages que comporteraient des stimulants fiscaux et des subventions visant à encourager les entreprises à investir davantage dans l'éducation et la formation des travailleurs. Mais le stimulant le plus puissant à cet égard serait un renversement de la tendance vers les rapports d'emploi plus éphémères. Les réformes au niveau de la politique gouvernementale qui pourraient aider à cet égard sont brièvement examinées. Tous les Canadiens sont directement touchés par les résultats des initiatives gouvernementales portant sur l'éducation et la formation des travailleurs au pays.

Remerciements

Cette étude a été réalisée en vue de la conférence sur la prise de décisions dans les entreprises au Canada, qui s'est tenue les 20 et 21 mars 1995 à Toronto. Le financement de l'étude a été partiellement assuré grâce à une subvention du Conseil de recherches en sciences humaines. Nous tenons à remercier Ron Daniels, Michael Trebilcock et Erwin Diewert pour leurs commentaires utiles sur une version antérieure de l'étude. Nous remercions aussi les autres participants à la conférence qui ont commenté notre exposé. Toute erreur ou interprétation inexacte des faits demeure la responsabilité exclusive des auteurs.

BIBLIOGRAPHIE

Betcherman, G., « Are Canadian Firms Underinvesting in Training? », *Canadian Business Economics*, vol. 1, nº 1, 1992, p. 25-33.

_____, « Research Gaps Facing Training Policy-Makers », *Canadian Public Policy*, vol. 19, nº 1, 1993, p. 18-28.

British Columbia Chamber of Commerce, « Moving Forward: The Vision of B.C. Business », Vancouver (C.-B.), 1994.

Centre canadien du marché du travail et de la productivité, « The Linkages Between Education and Training and Canada's Economic Performance », *Revue trimestrielle du marché du travail et de la productivité*, hiver 1989-1990.

Développement des ressources humaines Canada, *La sécurité sociale dans le Canada de demain : Document de travail*, ministère des Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, 1994.

Drucker, Peter F., *Post-Capitalist Society*, Harper Business Publishers, New York, 1993.

Nakamura, A., « New Directions for UI, Social Assistance, and Vocational Education and Training », *Revue canadienne d'économique* (à paraître, 1995).

Nakamura, A., J. Cragg et K. Sayers, « The Employment-Social Security Reform Connection », paru dans *A New Social Vision for Canada?*, ouvrage publié sous la direction de K. Banting et K. Battle, École des études en politiques publiques, Université Queen's, Kingston (Ont.), 1994, p. 47-56.

Nakamura, A. et W. E. Diewert, « The Canadian UI Program: Problems and Suggested Reforms », (à paraître, 1996)

Nakamura, A. et P. Lawrence, « Education, Training and Prosperity, » paru dans *Stabilization, Growth and Distribution: Linkages in the Knowledge Era*, ouvrage publié sous la direction de T. J. Courchene, The John Deutsch Institute for the Study of Economic Policy, Queen's University, Kingston (Ont.), 1994, p. 235-279.

Newton K., P. DeBroucker, G. McDougall, K. McMullen, T. T. Schweitzer et T. Siedule, *Éducation et formation professionnelle au Canada*, rapport de recherche produit pour le Conseil économique du Canada, Ministère des Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, 1992.

Trebilcock M. et R. Daniels, « Choice of Policy Instruments in the Provision of Public Infrastructure », paru dans *Infrastructure and Competitiveness*, ouvrage publié sous la direction de J. Mintz et R. Preston, Industrie Canada et John Deutsch Institute, Ottawa et Kingston (Ont.), 1994, p. 416-428.

Ronald M. Giammarino
Faculté de commerce et d'administration
Université de la Colombie-Britannique

17

Les investissements à long terme dans la R-D au Canada

INTRODUCTION

LES DÉPENSES EN R-D SONT L'UN DES INDICATEURS LES PLUS LARGEMENT UTILISÉS de la compétitivité future d'un pays. On considère qu'une augmentation des activités de R-D est une bonne chose, tandis qu'une diminution est une mauvaise affaire. C'est une opinion qui est partagée sans réserve par l'auteur de l'enquête la plus récente du Conference Board sur les projets de dépenses en R-D[1].

> [...] On remet souvent en question l'état de préparation du Canada à la « nouvelle économie » en se fondant, entre autres choses, sur le niveau des ressources consacrées aux activités de R-D. Par rapport aux autres pays industrialisés, la part des dépenses en R-D, exprimée en proportion du PIB, des entreprises commerciales au Canada, qui s'établissait à 0,8 p. 100 en 1991, est de beaucoup inférieure à celle de chefs de file sur le plan économique comme le Japon (2,2 p. 100), les États-Unis (1,9 p. 100), l'Allemagne (1,8 p. 100) et la Suède (1,6 p. 100).

Cet accent mis sur des données agrégées a certes sa place dans le cadre d'un débat portant sur la politique industrielle du Canada, mais il importe de souligner qu'en définitive, la politique de R-D a pour objet de contribuer à l'augmentation de la production économique. La hausse des niveaux globaux de dépenses est compatible avec cet objectif dans la mesure où les dépenses sont effectuées de façon économiquement efficiente.

Une perspective différente, retenue dans notre étude, consiste à se pencher sur la qualité des dépenses en R-D. En d'autres termes, il faut se demander si les occasions d'investir dans la R-D sont évaluées de façon satisfaisante et dans quelle mesure les chefs d'entreprise sont disposés à les exploiter. Lorsque les dirigeants de sociétés exploitent de façon efficiente les occasions d'investir dans la R-D, ils créent de la richesse; dans ces circonstances, des niveaux d'investissement globaux dans la R-D plus élevés sont préférables

à des niveaux plus faibles. Dans l'autre section principale de l'étude, nous donnons un bref aperçu des notions conceptuelles en cause.

En principe, les décisions d'investir dans la R-D sont semblables à toutes les autres décisions en matière d'investissement : des ressources sont retranchées de la consommation courante pour être affectées à une consommation future. Les dépenses en R-D se distinguent des autres dépenses en raison de l'incertitude élevée qui se rattache à ces investissements et de la longue période de temps qu'il faut attendre avant de pouvoir en recueillir les fruits. Pour certains observateurs, la nature des occasions d'investissement en R-D est telle qu'elles ne seront pas évaluées correctement par les gestionnaires dont le comportement manque de perspective à plus long terme. Dans ce contexte, la myopie des gestionnaires est attribuable à deux causes possibles. Premièrement, comme les gestionnaires ont pour rôle de « maximiser la valeur des actions de l'entreprise » et que leur rémunération est fonction du rendement des actions ordinaires de la société, il est possible qu'ils négligent d'internaliser les avantages à long terme des dépenses en R-D. Dans la section suivante de l'étude, nous passons en revue les études qui s'intéressent à cette question, c'est-à-dire celles qui examinent la mesure dans laquelle la valeur au marché tient compte, en général, des dépenses en capital et, en particulier, des investissements en R-D.

Deuxièmement, il est possible que cette myopie de la part des gestionnaires soit attribuable à la restructuration des sociétés et à la mesure dans laquelle ce genre de restructuration incite les gestionnaires à maximiser les flux de trésorerie à court terme. Dans la section de l'étude intitulée « Contrôle, restructuration et dépenses en R-D des sociétés », nous analysons les études qui traitent explicitement de cette question.

En définitive, les décisions d'investir dans la R-D sont fondées sur l'évaluation que les gestionnaires d'une entreprise font des projets. Divers principes bien connus d'établissement du budget des investissements peuvent être utilisés pour évaluer les entreprises. Certaines techniques mises au point récemment se prêtent particulièrement bien à l'évaluation des projets de R-D. Dans la section intitulée « La gestion des dépenses en R-D : un modèle fondé sur l'établissement du budget des investissements », nous examinons certains de ces principes et nous analysons des données empiriques sur la façon dont les gestionnaires canadiens évaluent les occasions d'investir. Notre étude se termine avec la présentation d'un résumé, de propositions pour des recherches ultérieures et de conclusions générales.

UN APERÇU DU PROBLÈME

IL Y A UN ÉCART MARQUÉ ENTRE l'explication populaire de la baisse des dépenses en R-D en Amérique du Nord et les notions traditionnelles de la théorie des finances de l'entreprise. Dans une situation de concurrence parfaite sur les marchés financiers, les dépenses en R-D ne se distinguent en aucune façon de toute autre dépense d'investissement à long terme. Selon la théorie des

finances de l'entreprise, l'évaluation de toute immobilisation en capital se fait sur la base des forces en présence sur le marché du capital qui contribuent à déterminer les taux d'escompte, en tenant compte du degré d'impatience collective d'une économie et de l'adaptation aux risques. Ces forces sont « réconciliées » par l'intermédiaire des techniques habituelles d'établissement des budgets des investissements qui reposent sur l'application d'une règle simple en matière de prise de décision : réaliser un investissement, s'il a pour effet d'augmenter la valeur au marché de l'entreprise. Les dépenses d'investissements en R-D se caractérisent par un degré d'incertitude plus élevé et une période de mise en valeur plus étendue, mais ces particularités sont assujetties essentiellement au même mécanisme qui s'applique à d'autres investissements. De plus, le type de financement utilisé pour exploiter une occasion d'investissement importe peu puisque, si un projet est viable, les fonds nécessaires seront disponibles sur le marché du capital[2].

Nous ne nous attendons pas à trouver de nombreuses caractéristiques de marché parfait (comme la non-pertinence du financement) dont la présence peut être vérifiée de façon empirique, mais elles constituent des points de référence utiles. Si nous observons que les caractéristiques de marché parfait ne se retrouvent pas dans la pratique (si, par exemple, la forme de financement semble être un élément pertinent dans le cas de la R-D), il nous faudra déterminer l'imperfection de marché qui en est responsable.

L'imperfection de marché que l'on mentionne le plus fréquemment pour expliquer les faibles niveaux d'investissement en R-D est le caractère inefficace du marché du capital, plus précisément la « myopie » de ce marché, qui ne permet pas de tenir compte de la valeur à long terme des investissements en R-D. Selon cet argument, comme les gestionnaires ont l'habitude de se fier aux signaux du marché lorsqu'ils prennent des décisions en matière d'investissement et que les marchés ont un caractère à la fois inefficient et myope, le comportement des gestionnaires sera donc lui aussi empreint de myopie.

Hayes et Abernathy (1980) ont fait un apport typique à ce débat lorsqu'ils ont soutenu que les gestionnaires manquent de perspicacité et qu'ils ignorent l'importance de la compétitivité à long terme. Woolridge (1988) signale que les gestionnaires réfutent ces attaques en soutenant que les éléments d'inefficience du marché les obligent à se comporter de façon myope. Il cite une entrevue avec Andrew Sigler, PDG de Champion International, publiée dans *Business Week*, dans laquelle ce dernier réplique : « Il existe de fortes pressions en faveur des bénéfices à court terme de sorte que le message qui nous parvient est le suivant : Ne vous aventurez pas dans le domaine des investissements à long terme et évitez l'endettement. Posez tous les gestes que l'on considérait auparavant comme de la mauvaise gestion »[3]. Cette opinion est aussi corroborée par les résultats d'une enquête faite auprès de grandes entreprises : 89 p. 100 des PDG interrogés étaient d'avis que les entreprises américaines avaient perdu une partie de leur avantage concurrentiel parce qu'elles avaient négligé de reconnaître l'importance de l'investissement à long terme au moment de

l'établissement de leur budget de dépenses en capital. Par ailleurs, on attribuait en bonne partie cette myopie à l'importance accordée par les investisseurs aux rapports trimestriels sur les bénéfices[4].

De plus, on soutient souvent que la myopie liée à un marché sur lequel on n'attache pas d'importance à l'investissement à long terme est souvent accentuée par les mouvements de restructuration des entreprises. Dans ce cas, on considère que les acquisitions par endettement constituent le principal danger. Selon cet argument, on affirme que toute entreprise qui ne maximise pas ses flux de trésorerie à court terme fera l'objet d'une prise de contrôle financée par emprunt par un prédateur qui s'empressera de réorganiser les activités de l'entreprise afin de répondre aux besoins de rembourser les emprunts nouvellement contractés. D'après cette thèse, le remboursement d'emprunt n'est pas compatible avec des investissements à long terme.

De nouveau, le contraste entre les opinions populaires et la théorie des finances est frappant. Contrairement à la notion populaire, la théorie des finances de l'entreprise prévoit que tout gestionnaire qui néglige d'exploiter les occasions d'investissement à long terme sera remplacé par un gestionnaire qui saura investir là où la valeur est la plus élevée. De plus, comme Haugen et Senbet (1978) l'ont souligné, la structure du capital et l'établissement du budget d'immobilisations sont des décisions intrinsèquement distinctes. Si le remboursement d'un prêt ne peut être effectué à cause des besoins de trésorerie d'un investissement à long terme, les détenteurs d'actions et de titres de créance le refinanceront et le rééchelonneront. S'ils négligent de le faire, d'autres intervenants s'empresseront d'acheter les titres et les actions à des prix qui tiennent compte du caractère non optimal des décisions, ils prendront ensuite des décisions optimales sur le plan de la structure du capital et des investissements de l'entreprise et ils pourront profiter des avantages attribuables à l'augmentation subséquente de la valeur.

Questions de politiques

Plusieurs questions de politiques dans le domaine des investissements en R-D sont liées à ces considérations. Dans la mesure où certains avantages des investissements en R-D sont recueillis par la société et non par l'investisseur, les décisions privées en matière d'investissement ne seront pas efficientes. Si l'on peut évaluer l'externalité, la question de politiques consistera à déterminer la meilleure façon de subventionner la production de façon à revenir à une situation d'efficience. Puisque chaque cas s'accompagne de sa propre externalité, il s'ensuit que les décisions en matière de politiques devront être adaptées à chaque situation individuelle et l'on ne peut dire que peu de chose en termes généraux sur ce que le gouvernement devrait ou ne devrait pas faire.

Un cas plus difficile, et c'est celui sur lequel porte notre étude, se présente lorsque, comme nous l'avons indiqué ci-dessus, la défaillance du marché est attribuable à la myopie des investisseurs. Dans ce cas et selon la

source du problème, le gouvernement pourrait prendre l'une des orientations suivantes. Premièrement, l'État peut offrir des incitations directes aux investissements en R-D de façon à compenser la sous-évaluation attribuable à l'élément de myopie. En fait, l'enquête du Conference Board sur les projets de dépenses en R-D indique que les entreprises canadiennes comptent davantage sur les fonds publics pour leurs investissements en R-D que ne le font les entreprises appartenant à des intérêts étrangers. Deuxièmement, des mesures peuvent être prises pour inciter les investisseurs (notamment les institutions) à conserver leur participation au capital-actions d'une entreprise pendant une période de temps plus longue. On a soutenu que cet objectif peut être atteint en taxant les gains réalisés sur les transactions à court terme ou en taxant les opérations boursières en général. Troisièmement, on peut imposer des restrictions sur le marché des prises de contrôle des sociétés, de sorte que les gestionnaires seront à l'abri des pressions visant à générer des flux de trésorerie à court terme afin d'éviter une prise de contrôle. Enfin, si le problème met en cause des réorganisations fondées sur une augmentation de l'endettement, une solution pourrait être d'imposer des restrictions sur le financement par emprunt.

L'essentiel du choix en matière de politique générale dans ce cas repose sur deux questions empiriques : Le marché du capital adopte-t-il une attitude myope dans son évaluation des titres des sociétés ? La restructuration des entreprises favorise-t-elle un comportement myope de la part des gestionnaires ? Nous présentons ci-après une courte analyse des données empiriques sur ces questions.

QUEL EST L'HORIZON DE TEMPS DES INTERVENANTS SUR LE MARCHÉ DU CAPITAL ?

PLUSIEURS INVESTISSEURS SUR LE MARCHÉ DU CAPITAL s'intéressent surtout à l'heure actuelle aux gains à court terme. Les courtiers en valeurs mobilières et les gestionnaires de fonds, dont le gagne-pain est fonction d'évaluations régulières de leur rendement, doivent souvent se préoccuper surtout de bénéfices sur des transactions à court terme et non sur des gains de capital à long terme ou des revenus de dividendes. On soutient que de tels investisseurs ne sont pas disposés à détenir des actions de sociétés qui effectuent des investissements dans la R-D avec des perspectives de rendement à long terme.

Un tel argument va à l'encontre de la théorie classique des finances. Selon les notions fondamentales de cette théorie, les investisseurs prévoient de façon rationnelle qu'ils devront vendre leurs actions à d'autres personnes à la fin de leur horizon d'investissement, que ce soit à court terme ou à long terme. Donc, ils s'intéressent au prix auquel ils vendront les titres, lequel est fonction de la période de temps future au cours de laquelle un investisseur inconnu les détiendra. Même si l'on suppose que les actions seront vendues à une série d'investisseurs à court terme, le prix à tout moment dans le temps tiendra compte de la succession de prix auxquels les actions se vendront et cette

chaîne, prise dans son ensemble, sera le reflet de la valeur à long terme de l'entreprise[5].

De nombreuses preuves empiriques appuient la notion à l'effet que les prix des actions sont le reflet de la valeur à long terme d'une entreprise. Par exemple, les actions de plusieurs entreprises affichent des prix positifs même si celles-ci ne font pas de bénéfices ou qu'elles ne versent pas de dividendes. McConnell et Muscarella (1985) ont effectué un examen plus systématique de cette question dans une étude où ils ont analysé la double hypothèse que les gestionnaires maximisent la valeur de l'entreprise et que la valeur de l'entreprise est fonction de ses dépenses en capital à long terme. Afin d'évaluer cette double hypothèse, les auteurs ont analysé les réactions des marchés boursiers à l'annonce par les entreprises de hausses ou de baisses imprévues dans les dépenses en capital. Selon cette double hypothèse, les augmentations de dépenses en capital devraient entraîner une hausse de la valeur au marché de l'entreprise, tandis qu'une baisse des dépenses en capital devrait s'accompagner d'une diminution de sa valeur au marché.

Dans leur étude, McConnell et Muscarella se sont intéressés aux entreprises qui ont rendu publics des programmes de dépenses en capital à l'échelle de l'entreprise au cours de la période comprise entre 1975 et 1981. Ils furent en mesure de constituer un échantillon de 547 communiqués émis par 285 entreprises industrielles différentes. Les résultats empiriques confirment la double hypothèse dans la mesure où la réaction des marchés boursiers affichait le signe prévu et était statistiquement significative. Malheureusement, même si les communiqués comportaient certains renseignements sur le caractère précis des projets de dépenses, seuls 8 des 547 communiqués faisaient référence de façon explicite à une hausse des dépenses en R-D et aucun n'annonçait une baisse. De plus, les résultats de ce sous-échantillon indiquaient que les dépenses en R-D étaient différentes des autres postes du budget des immobilisations; donc, la taille très restreinte de l'échantillon n'a pas permis de tirer de conclusions fermes.

Dans une étude antérieure sur le sujet, Hirschey (1982) a mis l'accent précisément sur la R-D. Au lieu de s'intéresser aux effets de la publication des décisions des entreprises, Hirschey a analysé le rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable des actifs à un moment dans le temps et une somme pondérée des dépenses courantes et antérieures en R-D. Hirschey soutient que l'on peut considérer le rapport entre la valeur au marché et la valeur comptable comme étant approximativement égal au ratio Q de Tobin, un indicateur de la valeur d'un investissement.

Tobin (1987) a proposé d'utiliser le rapport (Q) entre la valeur au marché d'une entreprise et la valeur de remplacement des actifs qu'elle détient comme mesure de l'attrait d'un nouvel investissement. Lorsque $Q > 1$, les entreprises devraient considérer que le nouvel investissement est attrayant puisque sa valeur est supérieure à son coût. Lorsque $Q < 1$, les entreprises devraient envisager de confier leurs activités à des sous-traitants. Donc,

Hirschey évalue l'importance des investissements immatériels par rapport à leur valeur au marché et, en se référant au ratio Q de Tobin, relie implicitement les investissements en R-D aux futurs investissements matériels et immatériels.

Hirschey a examiné la valeur de fin d'année du ratio de la valeur au marché à la valeur comptable de 390 entreprises tirées de l'édition de 1977 du *Fortune 500*. Le calcul d'une régression en coupe instantanée entre les ratios de la valeur au marché à la valeur comptable de ces entreprises et un certain nombre d'éléments a permis à l'auteur d'isoler un effet positif et statistiquement significatif tant pour les dépenses en R-D que pour les dépenses de publicité.

Le marché du capital au Canada ne semble pas être sensiblement différent de celui des États-Unis à cet égard. Dans une étude récente portant sur les entreprises canadiennes, Johnson et Pazderka (1993) se sont employés à vérifier l'hypothèse à l'effet que le marché attribue une valeur positive aux dépenses en R-D. À partir de données pour les années 1985 à 1988, ils évaluent le rapport entre, d'une part, la valeur au marché des actions et, d'autre part, la valeur comptable des actions, une mesure du pouvoir de marché, les dépenses en R-D et les autres dépenses. Leur analyse couvre un certain nombre de sous-périodes et, dans tous les cas, elle confirme l'hypothèse que la valeur au marché de l'entreprise est corrélée de façon positive et significative avec les dépenses en R-D.

Pakes (1985) examine aussi le rapport entre la valeur d'une entreprise sur le marché boursier et ses dépenses en R-D, mais dans le cadre d'un modèle dynamique. Selon ce modèle, les investissements en R-D sont un intrant productif de l'entreprise et les demandes de brevets représentent sa production. La valeur de l'entreprise sur le marché boursier est ensuite considérée comme le reflet de l'évaluation faite par le marché du processus. On suppose que les gestionnaires cherchent à maximiser la valeur de l'entreprise sur le marché boursier en choisissant les niveaux d'intrant, ce qui présuppose l'existence d'un rapport entre l'évolution dynamique des dépenses en R-D, les brevets et la valeur au marché.

L'estimation du rapport empirique entre ces variables est calculée à partir de données annuelles pour 120 entreprises au cours de la période allant de 1968 à 1975. Soulignons que des données annuelles ne permettent pas de calculer une mesure raffinée du rapport dynamique puisque les avances et les retards qui se produisent à l'intérieur d'une année ne peuvent pas être pris en compte.

En se fondant sur le modèle d'estimation, Pakes conclut que :

> [...] il est manifeste que les événements qui incitent les intervenants sur le marché à réévaluer l'entreprise sont en fait corrélés de façon significative avec des changements imprévisibles qui surviennent au niveau tant de la R-D que des brevets de l'entreprise. De plus, les estimations indiquent que, en moyenne, des changements imprévus au niveau des brevets et de la R-D sont reliés à des changements très importants dans la valeur au marché de l'entreprise.

Par conséquent, les gestionnaires semblent choisir des niveaux de R-D qui ont pour effet d'entraîner des changements importants dans la valeur au marché.

Ces études indiquent qu'il y a un rapport entre la valeur au marché d'une entreprise et ses activités de R-D et que les interventions des gestionnaires semblent être compatibles avec la maximisation de la valeur au marché. Woolridge (1988) pousse plus loin la notion de rapport entre ce qu'il appelle des investissements stratégiques et l'évaluation des marchés boursiers. Par investissements stratégiques, Woolridge entend des investissements dont le rendement est incertain et à long terme. Les communiqués considérés furent tirés de la chronique « What's News » du *Wall Street Journal* au cours de la période allant de 1972 à 1984. On a ainsi pu réunir un échantillon de 634 communiqués stratégiques publiés par 347 entreprises. Les communiqués furent ensuite classifiés selon qu'il s'agissait de la création de coentreprises (161 communiqués), de projets de R-D (45), de stratégies de produits (168) et de dépenses en capital (260). Pour l'ensemble des communiqués émis et pour chacune des catégories prises séparément, la réaction du marché fut positive et statistiquement significative. Donc, cette étude tend aussi à appuyer la notion que les intervenants sur les marchés financiers considèrent les entreprises dans une perspective à long terme. Malheureusement, la portée de ces conclusions est quelque peu limitée à cause du petit nombre de communiqués relatifs à la R-D dans l'échantillon.

Les études que nous avons analysées jusqu'ici étaient axées sur la R-D et les décisions en matière d'investissement stratégique sans tenir compte du rôle joué par les bénéfices courants dans les réactions observées sur les marchés. Il se peut toutefois que les entreprises étudiées aient investi dans la R-D uniquement pendant les périodes de prospérité, lorsque les bénéfices déclarés étaient positifs et que les pressions visant à améliorer le rendement à court terme étaient négligeables. Dans une étude plus récente, Chan, Martin et Kensinger (1990) (désignés ci-après sous la forme abrégée CMK) se sont intéressés directement à cette question et, dans le cours de leurs travaux, ils ont mis en relief d'autres indices qui appuient la notion à l'effet que les marchés boursiers considèrent des aspects qui vont au-delà du court terme.

CMK ont examiné des communiqués sur la R-D émis au cours d'une période de six ans échelonnés entre 1979 et 1985. Ils ont concentré leur recherche sur des entreprises pour lesquelles ils possédaient des données boursières; ils ont aussi appliqué plusieurs autres restrictions[6] au moment de la mise au point de leur échantillon, de sorte que l'échantillon final contenait un total de 95 communiqués. L'émission d'un communiqué ne provoque une réaction sur le marché que si les renseignements qu'il contient n'étaient pas connus auparavant par les intervenants sur le marché. Les auteurs ont adopté une classification encore plus restrictive en considérant que les communiqués ne contenaient des renseignements nouveaux que s'ils faisaient état d'un changement sur le plan des dépenses en R-D par rapport à l'année précédente. Comme le marché s'attend normalement à une certaine augmentation

générale des dépenses en R-D, la classification adoptée par les auteurs a probablement pour effet d'introduire un biais à la baisse au niveau des réactions du marché observées par suite de la publication de communiqués sur les dépenses en R-D.

Les résultats empiriques sont frappants. Le rendement anormal de 0,85 p. 100 que les auteurs ont calculé pour le jour de parution des communiqués est statistiquement significatif et économiquement très important. De plus, ce résultat initial s'accompagne d'un rendement de 0,53 p. 100 dans les jours qui suivent la parution des communiqués; ce taux est aussi statistiquement significatif.

Dans le but d'examiner directement la question de la mesure dans laquelle les bénéfices courants influent sur les réactions du marché, CMK ont scindé leur échantillon en deux : dans un premier groupe, ils ont réuni les entreprises qui avaient annoncé une hausse de leurs bénéfices pendant le trimestre au cours duquel le communiqué sur la R-D fut émis (62 entreprises) et, dans l'autre groupe, ils ont inclus les entreprises qui avaient annoncé une baisse de bénéfices (33 entreprises). Le rendement anormal des deux jours calculé pour les deux groupes est positif et statistiquement significatif. De plus, bien que l'estimation soit de 1,54 p. 100 pour le groupe qui ont eu une hausse de bénéfices et de 1,01 p. 100 pour le groupe qui ont connu une baisse de bénéfices, les auteurs ne furent pas en mesure de rejeter statistiquement l'hypothèse que l'incidence de la parution de communiqués était la même pour les deux groupes.

Les investisseurs réagissent ordinairement de façon positive à l'annonce de projets de R-D, mais il y aussi des cas où la réaction du marché est négative. CMK ont donc cherché à comprendre pourquoi des investissements en R-D de certaines entreprises sont perçus de façon négative par les investisseurs, tandis que, pour d'autres entreprises, la réaction est positive. Ils ont constaté que les communiqués émis par des entreprises considérées comme faisant partie des industries à faible technicité s'accompagnaient de rendements anormaux négatifs et faiblement significatifs, tandis que les annonces faites par les entreprises de haute technologie étaient suivies de rendements positifs et significatifs. Il n'y a aucune raison de croire que la R-D ne puisse pas jouer un rôle valable dans les industries à faible technicité, mais la probabilité qu'il en soit ainsi est moins élevée et il se peut donc que le marché réagisse en conséquence.

Afin de mieux comprendre les réactions des investisseurs à la parution de communiqués, CMK ont aussi calculé, à partir de données transversales, le rapport entre l'incidence de l'émission de communiqués et (i) l'intensité en R-D de l'entreprise par rapport à une norme pour l'industrie, (ii) le niveau de technologie dans l'industrie, (iii) l'augmentation de la R-D par rapport aux ventes de l'entreprise, (iv) la concentration de l'industrie, et (v) un indicateur du pouvoir de marché de l'entreprise. La seule variable explicative qui est significative est le ratio de l'intensité en R-D de l'entreprise par rapport à une norme industrielle et ce, uniquement lorsqu'il s'agit d'une entreprise de haute technologie.

LES INVESTISSEURS SONT-ILS PATIENTS ?

LES RÉSULTATS EMPIRIQUES ANALYSÉES CI-DESSUS donnent à penser que les investisseurs font généralement preuve de patience dans leur évaluation d'une entreprise, en ce sens que la valeur qu'on lui attribue tient compte des décisions à long terme des gestionnaires. Nous avons pu constater que les investissements à long terme sont liés à la valeur au marché du point de vue tant statistique que dynamique. Les intervenants sur le marché réagissent à l'annonce de décisions stratégiques à long terme, en général, et à des décisions relatives à la R-D, en particulier. De plus, la réaction est ordinairement positive et significative, bien que le marché ne semble pas être en mesure d'établir une distinction entre les investissements en R-D selon le secteur industriel. Il est possible que la réaction positive se limite aux entreprises qui font partie des industries de haute technologie. Fait intéressant, on peut aussi observer cette réaction à l'égard d'entreprises qui déclarent des pertes d'exploitation pendant la période au cours de laquelle l'annonce des projets de R-D est faite. Par conséquent, ces résultats ne tendent généralement pas à confirmer la notion que la myopie des intervenants sur le marché a obligé les gestionnaires à délaisser les investissements en R-D à long terme et à s'intéresser plutôt à l'augmentation des bénéfices à court terme.

LE DEGRÉ DE PATIENCE DES GESTIONNAIRES

IL SEMBLE DONC QUE LE MARCHÉ DU CAPITAL ne s'intéresse pas uniquement aux perspectives à court terme. Néanmoins, les décisions en matière d'investissement prises par les gestionnaires peuvent être axées sur le court terme. En fait, Stein (1988) a souligné qu'une orientation à court terme en matière de gestion peut être compatible avec les réactions du marché décrites ci-dessus. Si les gestionnaires préfèrent des investissements axés sur des rendements à court terme, ils pourront aussi accepter d'effectuer des investissements stratégiques à long terme lorsque les rendements sur ces investissements sont exceptionnellement élevés. Dans ce cas, le marché considérerait les communiqués relatifs à la R-D de façon positive, même si la gestion de la R-D dans son ensemble n'est pas efficiente.

Il y a deux sources possibles de myopie au niveau de la gestion. La première est la possibilité ou la décision de restructurer l'entreprise. La seconde est la possibilité que les techniques d'établissement du budget des investissements utilisées à l'heure actuelle en Amérique du Nord soient essentiellement empreintes de conservatisme et réfractaires aux considérations à long terme. Malheureusement, il est difficile d'évaluer directement la mesure dans laquelle les décisions des gestionnaires sont axées sur le court terme puisqu'il faudrait comparer les caractéristiques des occasions d'investissement et les décisions en matière d'investissement qui sont effectivement prises. Par conséquent, l'analyse présentée dans la section suivante repose sur des preuves indirectes.

CONTRÔLE, RESTRUCTURATION ET DÉPENSES EN R-D DES SOCIÉTÉS

LA MYOPIE DES GESTIONNAIRES PEUT SE DÉFENDRE sur la base qu'il importe d'éviter les perturbations coûteuses que comportent les horizons limités du marché des prises de contrôle des sociétés. Stein (1988) a mis au point de façon formelle un modèle qui repose sur cette prédiction. On pose l'hypothèse que les gestionnaires en connaissent davantage sur la valeur de l'entreprise et ses choix d'investissement que ce n'est le cas du marché dans son ensemble. En particulier, l'asymétrie de l'information est plus prononcée pour les projets à long terme que pour les projets à court terme. Par conséquent, lorsque des gestionnaires qui ont des perspectives à long terme valables sont menacés par des prises de contrôle, ils réagiront en se tournant vers des projets à court terme que le marché est mieux en mesure d'évaluer. Le coût social et privé équivaut à la perte d'occasions d'investissement valables à long terme. Dans ce contexte, il est possible d'augmenter la valeur de l'entreprise en protégeant les gestionnaires contre des menaces de prise de contrôle.

Les données empiriques au sujet de la réaction des marchés boursiers à l'adoption de mesures de protection sous forme de modifications statutaires visant à décourager les prises de contrôle donnent des résultats mitigés. Linn et McConnell (1983) ont calculé des rendements anormaux positifs, tandis que DeAngelo et Rice (1983) et Jarrell et Poulsen (1987) ont obtenu des rendements non significatifs. Ces résultats sont intéressants mais ils ne sont pas concluants parce qu'ils n'établissent pas de distinction entre la théorie de Stein et d'autres théories (comme celle de Giammarino et Heinkel, 1986) qui établissent de quelle façon on peut augmenter la valeur en accordant plus de pouvoir de négociation aux gestionnaires pendant une prise de contrôle. Donc, nous ne savons pas si la valeur de l'entreprise augmente lorsque la protection accordée aux gestionnaires augmente et, si la valeur s'accroît, nous ne savons pas si elle est attribuable à des investissements en R-D plus efficaces ou au pouvoir de négociation élargi accordé aux gestionnaires de la société.

Afin d'aborder cette question dans un contexte plus direct, Meulbroek et ses collaborateurs (1990) ont examiné le niveau des investissements en R-D réalisés par des entreprises avant et après l'adoption de mesures visant à décourager les prises de contrôle. Leur étude repose sur un échantillon de 554 sociétés qui ont proposé des dispositions visant à décourager des prises de contrôle entre 1979 et 1985. Les auteurs ont exclu les entreprises qui n'ont déclaré aucune dépense en R-D pendant la période de l'échantillon, les laissant avec un total de 203 propositions (dont 179 furent adoptées pendant les trois dernières années de la période de l'échantillon).

Les auteurs ont calculé le rapport entre la R-D et les ventes et ils ont examiné la variation de ce rapport pour trois périodes (fenêtres) entourant la date d'adoption de mesures de protection contre une prise de contrôle. Les fenêtres considérées étaient (–1, 1), ce qui indique la période allant de l'année

avant l'adoption de mesures de protection à l'année après leur adoption, (–1, 2) et (–1, 3). Les auteurs ont conclu qu'aucun des changements estimés n'étaient statistiquement différents de zéro. Les auteurs ont ensuite corrigé les données pour tenir compte des changements généraux observés pendant cette période dans les dépenses en R-D en soustrayant le taux de croissance du ratio R-D sur les ventes pour toutes les entreprises comprises dans la base de données Compustat. Dans ce cas-ci, des changements négatifs et significatifs sur le plan de la R-D furent calculés pour toutes les fenêtres : par rapport au marché, la R-D a accusé une baisse de 15 p. 100 dans la fenêtre (–1, 1), de 25 p. 100 dans la fenêtre (–1, 2) et de 36 p. 100 dans la fenêtre (–1, 3).

Les auteurs ont considéré la possibilité que la diminution des dépenses en R-D était attribuable au fait qu'il y avait d'importantes pressions en faveur de prises de contrôle malgré l'adoption de mesures visant à leur faire échec. En fait, 52 des 203 entreprises firent l'objet par la suite d'une offre de fusion ou d'acquisition réussie ou non. Les auteurs soulignent aussi que les résultats sont les mêmes pour le sous-échantillon des entreprises qui ne firent pas l'objet d'une tentative de prise de contrôle par la suite. Par conséquent, il semble que le fait de réduire le danger d'une prise de contrôle ne se traduise pas par une hausse des activités de R-D.

L'autre cause possible (connexe) d'un comportement à courte vue des gestionnaires est la conclusion proprement dite d'une opération de prise de contrôle ou de restructuration. La préoccupation dans ce cas-ci est liée au fait qu'une entreprise fortement endettée, par suite d'une prise de contrôle par endettement ou pour d'autres raisons, ne peut pas se permettre d'investir dans des projets valables de R-D parce que cela diminuerait son aptitude à assurer le service de sa dette à court terme. Dans une étude poussée de cette question, Hall (1990) a analysé un ensemble de données annuelles s'appliquant à 2 500 entreprises manufacturières. Les données s'étendent sur une période allant de 1959 à 1987 et elles fournissent des renseignements sur les dépenses en R-D et sur d'autres caractéristiques des entreprises. L'étude visait à déterminer l'incidence sur les dépenses en R-D de prises de contrôle par endettement, de fusions et d'acquisitions, et de hausses de l'endettement non accompagnées de changements au niveau de la propriété.

Bien que, comme Hall l'a souligné, les prises de contrôle par endettement aient fait l'objet de beaucoup d'attention, elles représentent une proportion relativement limitée de l'activité totale. Des 780 acquisitions dénombrées parmi les entreprises étudiées, seules 76 peuvent être classifiées comme étant des prises de contrôle par endettement. Dans le cadre d'une prise de contrôle par endettement, l'entreprise est acquise par un groupe qui a recours à des emprunts importants pour mener à bien son acquisition et en faire ainsi une société privée. Comme nous l'avons déjà souligné, on estime que le fardeau de l'endettement qui en résulte entraîne une diminution des dépenses en R-D.

Toutefois, Hall présente la contrepartie de cet argument en faisant valoir que, pour cette même raison, les entreprises pour lesquelles les dépenses en R-D

sont jugées importantes ne feront pas l'objet d'une prise de contrôle par endettement. En fait, des 76 prises de contrôle par endettement mentionnées dans l'étude de Hall, seules six entreprises faisaient partie d'industries qui avaient investi des sommes considérables (c'est-à-dire, plus de 3,5 p. 100 de leurs ventes) dans la R-D. Le fait que les entreprises qui ont fait l'objet d'une prise de contrôle par endettement n'intervenaient que pour 1 p. 100 des activités totales de R-D en 1982 illustre le peu d'importance accordée aux activités de R-D par les auteurs des prises de contrôle par endettement. Les investissements en R-D des sociétés qui ont fait l'objet d'une prise de contrôle par endettement sont difficiles à déterminer puisque les entreprises qui deviennent des sociétés privées ne sont pas tenues de soumettre les mêmes rapports que les sociétés publiques. Il est donc difficile de tirer des conclusions au sujet de la mesure dans laquelle une prise de contrôle par endettement influe sur les activités de R-D mais on peut quand même affirmer que, quel que soit l'impact, il a probablement une faible importance sur l'ensemble des dépenses en R-D.

Hall examine aussi l'intensité en R-D (R-D/chiffres d'affaires) des 336 entreprises qui ont participé à des acquisitions pendant la période. L'auteur emploie une analyse de régression afin de déterminer si les entreprises qui ont acquis d'autres sociétés ont modifié leur intensité en R-D par rapport aux autres entreprises dans la même industrie. Hall inclut d'abord toutes les acquisitions dans son analyse et procède ensuite à une analyse distincte pour le groupe d'entreprises qui n'ont pas déclaré d'activités de R-D pendant la période. Les résultats indiquent que l'intensité en R-D a en fait diminué et, bien que l'effet calculé ne soit pas statistiquement significatif pour l'ensemble de l'échantillon, il est significatif pour les entreprises qui ont déclaré des activités de R-D. En d'autres termes, les entreprises qui ont réalisé des projets de R-D et qui ont fait l'acquisition d'autres sociétés ont réduit leur intensité en R-D par rapport au niveau moyen d'intensité en R-D dans leur secteur industriel. Ce résultat est sans aucun doute attribuable à des économies d'échelle au niveau des activités de R-D réalisées par l'intermédiaire de l'élimination du double emploi et d'une meilleure coordination des activités et des services de soutien. En fait, ces économies d'échelle peuvent être à l'origine de la synergie qui avait rendu la prise de contrôle attrayante au départ. Il importe de souligner, toutefois, que cette réduction n'est pas attribuable à des facteurs d'inefficience.

Enfin, Hall analyse l'effet de l'endettement sur l'intensité en R-D. Un total de 177 entreprises furent classifiées dans le groupe des sociétés qui avaient participé à une opération de restructuration par endettement – c'est-à-dire qu'elles avaient accru leur dette à long terme d'un montant équivalant à plus de 75 p. 100 de la valeur au marché totale de l'entreprise au début de l'année. L'analyse est semblable dans ce cas-ci à celle que l'auteur a effectuée pour les acquisitions. Les résultats indiquent que les opérations de restructuration par endettement s'accompagnent de réductions importantes de l'intensité en R-D par rapport à la moyenne de l'industrie. De plus, Hall a calculé des régressions distinctes afin de neutraliser l'effet des acquisitions; ses résultats indiquent que

l'incidence des acquisitions sur la R-D est essentiellement attribuable à l'augmentation de l'endettement qui va de pair avec l'acquisition.

Selon le résultat global de ces études, des acquisitions et des niveaux d'endettement accrus sont tous deux corrélés avec des réductions dans l'intensité en R-D. Toutefois, la menace d'une prise de contrôle ne semble pas avoir un effet déterminant sur l'intensité en R-D. Qu'est-ce que tout cela signifie sur le plan des décisions en matière de R-D ? Malheureusement, les études que nous avons mentionnées font état de corrélation et ne nous permettent pas d'établir des rapports de cause à effet. Il est possible que des niveaux plus élevés d'endettement obligent les gestionnaires à réduire leurs dépenses en R-D. Toutefois, si les intervenants sur le marché du capital ne sont pas influencés par le court terme, pourquoi les gestionnaires prendraient-ils volontairement des mesures visant à accroître l'endettement si cela les oblige à prendre des décisions qui ont pour effet de réduire la valeur de l'entreprise ? Une autre explication possible de cette corrélation est que, à cause d'asymétries au niveau de l'information, les gestionnaires d'entreprises qui ont des occasions d'investir dans la R-D n'ont pas recours à des emprunts et utilisent plutôt les fonds autogénérés pour répondre à leurs besoins de financement. Par contre, les gestionnaires d'entreprises qui ont épuisé les possibilités d'investir dans la R-D sont en mesure d'émettre des obligations et le font afin de profiter des avantages fiscaux du financement par emprunt.

La gestion des dépenses en R-D : Un modèle fondé sur l'établissement du budget des investissements

Plusieurs méthodes sont utilisées en pratique pour évaluer les dépenses en capital. La technique la plus largement acceptée est celle qui consiste à calculer la valeur actualisée nette (VAN) d'un projet d'investissement et à retenir tous les projets dont la VAN est positive. Parmi d'autres méthodes largement utilisées figurent celle du taux de rendement interne (TRI), la méthode du remboursement et le taux de rendement comptable. La méthode de la VAN oblige l'analyste à évaluer les flux de trésorerie supplémentaires générés par un investissement, à estimer le taux requis de rendement approprié sur l'investissement et à utiliser le taux estimé pour actualiser les flux de trésorerie. L'incidence de l'endettement sur l'évaluation (attribuable, par exemple, à la possibilité de déduire les frais d'intérêt) peut être calculée séparément et ajoutée ensuite à la valeur actualisée nette du cas de référence afin d'établir une valeur totale pour le projet. Si le projet est valable, on suppose que son financement sera assuré par le biais d'un marché du capital qui fonctionne parfaitement. Le tableau 1 présente les caractéristiques de chacune de ces techniques.

Une enquête récente de Jog et Srivastava (1994) indique que plusieurs techniques sont utilisées au Canada pour établir les budgets d'investissement. L'enquête fut réalisée en 1991 et le questionnaire fut envoyé à 582 entreprises, y compris celles qui figurent dans le TSE 300, d'autres grandes entreprises, des

sociétés appartenant à des intérêts étrangers et des sociétés privées. Un total de 133 entreprises ont participé à l'enquête et leurs réponses indiquent qu'elles employaient plusieurs techniques différentes pour établir leur budget de dépenses d'investissement. Dans de nombreux cas, on utilisait plusieurs techniques de façon simultanée. Plus précisément, les résultats de l'enquête montrent que l'une ou l'autre des techniques de la VAN et du TRI est largement employée par les entreprises pour évaluer leurs projets d'expansion. Mais environ 50 p. 100 des entreprises ont aussi déclaré qu'elles employaient la méthode du remboursement, tandis qu'un certain nombre d'autres entreprises continuaient d'utiliser la technique du taux de rendement comptable. Il est étonnant de constater que les deux dernières méthodes sont employées, puisqu'elles présentent des lacunes sur le plan conceptuel et qu'elles peuvent mener à une mauvaise affectation des ressources, notamment dans le cas de l'utilisation du taux de rendement comptable.

En ce qui concerne l'estimation du coût d'option des fonds, Jog et Srivastava indiquent que 50 p. 100 des participants à l'enquête employaient le coût moyen pondéré du capital. Fait surprenant, toutefois, environ 25 p. 100 des personnes interrogées employaient le coût d'emprunt pour déterminer le coût du capital pour l'entreprise, même s'il n'existe que peu de justification pour l'utilisation d'un tel taux. Par contre, les résultats d'une étude portant sur des entreprises américaines faite longtemps auparavant par Schall et ses collaborateurs (1978) indiquent que seulement 17 p. 100 de ceux qui ont participé à l'enquête aux États-Unis utilisaient à ce moment-là le coût d'emprunt.

Il est encourageant de constater que les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie sont plus largement employées, mais il n'y a aucun indice qui nous permet de croire que les perfectionnements apportés à ces techniques sont

TABLEAU 1

UNE COMPARAISON DES TECHNIQUES D'ÉTABLISSEMENT DU BUDGET DES DÉPENSES D'INVESTISSEMENT

COMPTABILISATION	REMBOURSEMENT	RENDEMENT	TRI	VAN
Prise en compte de tous les flux de trésorerie	Non	Oui	Oui	Oui
Prise en compte de la valeur temporelle de l'argent	Non	Oui	Oui	Oui
Utilisation d'un taux d'actualisation déterminé sur le marché	Non	Non	Non	Oui

employés actuellement. Plus précisément, deux aspects de l'application des techniques classiques d'établissement des budgets de dépenses en capital aux investissements en R-D pourraient, si l'on néglige d'en tenir compte de façon appropriée, avoir pour effet de fausser le processus décisionnel en matière d'investissement.

Le premier problème découle du fait qu'il est possible que les applications classiques des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie ne tiennent pas compte de tous les changements qui peuvent survenir en ce qui a trait au risque d'investissement pendant la durée de vie d'un projet. Au contraire, on calcule habituellement un seul taux d'escompte qui est ensuite appliqué à chaque flux de trésorerie au cours d'une période d'investissement qui peut s'étendre sur une longue période de temps. Étant donné l'incertitude qui se rattache aux projets d'investissement, il arrive fréquemment que le taux d'escompte soit très élevé. Ce scénario ne s'applique habituellement pas à un investissement en R-D. Par exemple, un investissement initial est souvent effectué dans un type de projet pilote. Le résultat du projet pilote servira ensuite à déterminer le caractère viable des étapes ultérieures de développement et, à chacune des étapes, les données qui deviennent disponibles peuvent servir à déterminer les risques. En d'autres termes, les risques d'un nouveau projet peuvent être élevés au départ, mais ils peuvent diminuer considérablement par la suite selon les succès remportés dans les étapes initiales. En appliquant un taux d'escompte élevé aux flux de trésorerie à long terme, l'analyste surestime le risque et le facteur de correction du risque, de sorte qu'il sous-estime la valeur du projet.

La deuxième préoccupation connexe est l'impossibilité de reconnaître les choix véritables qui sont inhérents à un projet à long terme et à risque élevé. Lorsqu'une entreprise s'engage sur un nouveau marché ou qu'elle tente de mettre au point une nouvelle technologie, elle investit dans le choix d'exploiter les occasions qui peuvent résulter de l'investissement initial. Fait important, l'entreprise n'est pas tenue d'investir par la suite des fonds supplémentaires dans une capacité de production nouvelle et elle peut aussi abandonner toute capacité de production déjà en place si les renseignements qui deviennent disponibles donnent à penser que l'investissement n'est pas voué à un avenir prometteur. Récemment, Schwartz et Moon (1994) ont mis au point des applications de choix véritables pour les dépenses en R-D. Bien que l'évaluation de choix véritables soit un problème complexe, notamment dans le contexte des investissements en R-D, il importe de souligner que la valeur d'un choix augmente en fonction du risque sous-jacent et du laps de temps qu'une entreprise peut laisser s'écouler avant de prendre une décision finale sur le choix à faire. Ces deux éléments donnent à penser que les choix véritables générés par les initiatives de R-D seront probablement très valables et que les gestionnaires qui ignorent ces choix courent le risque de sous-évaluer considérablement les occasions d'investissement.

CONCLUSION ET PROGRAMME DE RECHERCHES FUTURES

DANS CETTE ÉTUDE, NOUS AVONS ANALYSÉ L'INQUIÉTUDE largement répandue voulant que le Canada soit en voie de perdre son avantage concurrentiel à cause de niveaux relativement peu élevés de dépenses en R-D des industries canadiennes. Notre démarche a consisté à examiner dans quelle mesure les faibles niveaux de dépenses en R-D étaient attribuables à des décisions d'investissement axées sur des horizons de temps limités et sur des rendements immédiats, et à considérer si ce problème était dû à la myopie des intervenants sur le marché du capital ou à celle des gestionnaires.

Les études que nous avons analysées indiquent que le marché du capital n'est pas entièrement guidé par des horizons de temps à court terme. Les intervenants sur le marché du capital considèrent comme valables les investissements à long terme et à risque élevé. De plus, la valeur attribuée aux investissements à long terme n'est pas uniquement fonction des bons rendements obtenus – on observe une réaction positive même lorsque des entreprises déclarent des baisses de leurs bénéfices.

Nous avons aussi considéré la possibilité dans notre étude que les gestionnaires soient guidés par des horizons de temps limités, même si les intervenants sur le marché du capital ne le sont pas. Malheureusement, une vérification directe de cette hypothèse n'est pas possible et nous avons plutôt mis l'accent sur des preuves indirectes; nous n'avons trouvé aucun fondement à la notion que la menace d'une prise de contrôle incite les gestionnaires à renoncer à des dépenses à long terme en R-D. Par ailleurs, les entreprises dont l'endettement a augmenté ont par la suite réduit leurs dépenses en R-D. Cette situation est peut-être attribuable au fait qu'un endettement plus élevé exige des flux de trésorerie plus importants pour assurer le service de la dette, ce qui laisse des ressources financières plus limitées pour entreprendre des investissements à long terme. Toutefois, en l'absence d'un marché inefficace, cette explication présuppose un comportement irrationnel de la part des gestionnaires qui, au départ, ont fait un choix au sujet du niveau d'endettement. Selon une autre interprétation, les entreprises qui ont des occasions d'investir dans la R-D maintiennent leur endettement à des niveaux peu élevés jusqu'à ce qu'elles tirent avantage de ces possibilités. À ce moment-là, elles augmentent leur endettement afin de profiter de la subvention fiscale.

Enfin, nous avons examiné les techniques fondamentales d'établissement des budgets d'investissement au Canada. Dans le cadre des pratiques actuelles, nous avons conclu que des décisions à courte vue peuvent résulter soit d'une surévaluation des risques d'un projet (parce qu'on néglige de tenir compte de la mesure dans laquelle les risques peuvent diminuer au fil du temps) ou d'une ignorance ou d'un rejet de possibilités d'expansion qui sont particulièrement valables sur le plan des investissements en R-D.

Dans l'introduction, nous avons soulevé plusieurs questions de politiques qui peuvent être analysées à la lumière des travaux de recherche examinés. Premièrement, puisqu'il n'y a aucune raison de croire que le marché ne s'intéresse qu'au court terme, il ne semble pas pertinent de faire reposer les incitations et les subventions gouvernementales sur cette défaillance du marché. Il semble aussi inadéquat d'essayer d'allonger la période de détention des titres par l'intermédiaire d'impôts sur les gains de capital et/ou de taxes sur les transactions. Un marché composé d'investisseurs qui se préoccupent de réaliser des bénéfices sur des transactions à court terme devrait reconnaître (apparemment, il le fait) la valeur des investissements en R-D à long terme. Deuxièmement, les preuves empiriques (bien que de façon moins évidente) donnent à penser qu'il n'est pas nécessaire d'imposer des restrictions sur les activités de prise de contrôle. La menace d'une prise de contrôle ne semble pas provoquer de décisions inspirées par des considérations à court terme. De plus, la diminution de l'activité de R-D après une prise de contrôle, dans la mesure où elle se manifeste, semble être attribuable à une augmentation de l'endettement. Enfin, le rapport entre l'endettement et une baisse de la R-D, tout en étant bien établi sur le plan empirique, n'en est pas un de causalité. Par conséquent, il serait prématuré d'imposer des restrictions sur des niveaux élevés d'endettement.

Un examen des études déjà publiées permet de mettre en relief plusieurs domaines où il faudrait entreprendre des travaux de recherche supplémentaires. À notre avis, le domaine de recherche peut-être le plus important est celui qui chercherait à établir un rapport entre les investissements en R-D et les contrats d'intéressement des cadres. Par exemple, tout système de rémunération des cadres fondé sur les bénéfices par action de l'entreprise incitera les gestionnaires à s'intéresser aux flux de trésorerie à court terme, peut-être au détriment des activités de R-D à long terme. Une analyse systématique des contrats d'intéressement en usage dans les sociétés canadiennes et des décisions correspondantes sur le plan des investissements en R-D contribuerait à clarifier un aspect du problème qui n'a pas reçu beaucoup d'attention jusqu'ici. Un deuxième domaine de recherche est celui de l'examen des techniques d'établissement des budgets de dépenses en capital qui sont employées pour évaluer les investissements dans la R-D. Nous possédons des connaissances générales sur la façon dont les décisions sur les dépenses en capital sont prises, mais il nous faudrait en connaître davantage sur la façon dont la R-D est traitée. Il serait particulièrement utile de savoir comment les gestionnaires évaluent les risques à long terme et les choix offerts par les dépenses en R-D.

NOTES

1 Robert J. Squires, « R&D Outlook 1995 », le Conference Board du Canada, 1994.

2 Cet énoncé ignore le rôle des impôts et des coûts de faillite. Mais, l'aspect important de l'argument, c'est que, même lorsque ces éléments dynamiques sont pris en considération, la structure du capital a la même incidence sur les dépenses en R-D que sur tout autre investissement, que ce soit un investissement à long terme et à risque élevé ou un investissement à court terme et sans risque.

3 Judith H. Dobrznyski, « More than Ever, It's Management for the Short Term », *Business Week*, le 24 novembre 1986, p. 92-93, cité dans Woolridge (1988).

4 « Business Bulletin », *Wall Street Journal*, le 12 juin 1986, p. 1, cité dans Woolridge (1988).

5 Cet argument figure dans la plupart des manuels sur les finances. Voir, notamment, le chapitre 4 de l'ouvrage de Brealy et collaborateurs (1992).

6 Il y avait six autres restrictions comprenant des situations comme la répétition de communiqués et des projets de R-D qui étaient financés par des clients et/ou le secteur public.

BIBLIOGRAPHIE

Brealy, Richard, Stewart Myers, Gordon Sick et Ronald Giammarino, *Principles of Corporate Finance*, deuxième édition canadienne, McGraw-Hill Ryerson, Toronto, 1992.

Chan, Su Han, John D. Martin et John W. Kensinger, « Corporate Research and Development Expenditures and Share Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, p. 255-276.

DeAngelo, Harry et Edward M. Rice, « Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983, p. 329-359.

Giammarino, Ronald M. et Robert L. Heinkel, « A Model of Dynamic Takeover Behavior », *Journal of Finance*, 1986, p. 465-480.

Hall, Bronwyn H., « The Impact of Corporate Restructuring on Industrial Research and Development », *Brookings Paper on Economic Activity*, 1990, p. 85-135.

Haugen, Robert A. et Lemma W. Senbet, « The Insignificance of Brancruptcy Cost to the Theory of Optimal Capital Structure », *Journal of Finance*, vol. 33, 1978, p. 383-393.

Hayes, Robert A. et William J. Abernathy, « Managing Our Way to Economic Decline », *Harvard Business Review*, juillet-août 1980, p. 66-77.

Hirschey, Mark, « Intangible Capital Aspects of Advertising and R&D Expenditures », *Journal of Industrial Economics*, vol. 30, juin 1982, p. 375-390.

Jarrell, Gregg A. et Annette B. Poulsen, « Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980 », *Journal of Financial Economics*, vol. 19, 1987, p. 127-168.

Jog, Vijay et Ashwani F. Srivastava, « Corporate Financial Decision Making in Canada », *Revue canadienne des sciences de l'administration*, vol. 11, 1994, p. 156-176.

Johnson, Lewis D. et Bohumir Pazderka, « Firm Value and Investment in R&D », *Managerial and Decision in Economics*, vol. 14, 1993, p. 15-24.

Linn, Scott C. et John J. McConnell, « An Empirical Investigation of the Impact of Antitakeover Amendments on Common Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 11, 1983, p. 361-399.

McConnell, John J. et Chris J. Muscarella, « Corporate Capital Expenditures Decisions and the Market Value of the Firm », *Journal of Financial Economics*, vol. 14, 1985, p. 399-422.

Meulbroek, Lisa K., Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin, Jeffrey M. Netter et Annette Poulsen, « Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test », *Journal of Political Economy*, vol. 98, 1990, p. 1108-1117.

Pakes, Ariel, « On Patents, R&D and the Stock Market Rate of Return », *Journal of Political Economy*, vol. 93, 1985, p. 390-409.

Schall, L. D. K., G. L. Sundem et W. R. Geijsbeek, « Survey and Analysis of Capital Budgeting Methods », *Journal of Finance*, vol. 33, 1978, p. 281-287.

Squires, Robert J., *R&D Outlook 1995*, Conference Board du Canada, Ottawa, 1994.

Stein, Jeremy C., « Takeover Threats and Managerial Myopia », *Journal of Political Economy*, vol. 96, février 1988, p. 61-80.

Tobin, James, « Monetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanism », *Southern Economic Journal*, vol. 37, avril 1987, p. 421-431.

Woolridge, Randall, « Competitive Decline and Corporate Restructuring: Is a Myopic Stock Marker to Blame », *Journal of Applied Corporate Finance*, printemps 1988, p. 26-36.

Ron Hirshhorn
Économiste-conseil
Ottawa

18

La régie des organismes à but non lucratif

LE SECTEUR DES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF est un segment important de l'économie canadienne, bien qu'on ne lui ait accordé jusqu'ici que peu d'attention et qu'il soit mal connu. Parfois qualifié de « troisième secteur », il comprend des groupes aussi bien connus que les organismes de services sociaux, les fournisseurs de services de santé, les organisations religieuses, les groupes artistiques, les établissements d'enseignement, les organismes regroupant des intérêts spéciaux et diverses formes d'associations. Dans un contexte de régie interne, les organismes à but non lucratif soulèvent des préoccupations particulières. À mi-chemin entre les secteurs public et privé, les organismes à but non lucratif ne sont assujettis ni aux impératifs qui régissent les entreprises privées ni aux contrôles auxquels les sociétés d'État sont soumises. Toutefois, certaines études donnent à penser que les organismes à but non lucratif représentent une forme d'institutions importantes, notamment parce qu'elles permettent de solutionner plusieurs problèmes contractuels relatifs à des activités économiques précises de façon plus efficace que des organismes à but lucratif ou des fournisseurs du secteur public.

Notre étude a pour but d'examiner cet argument et de considérer sa pertinence pour plusieurs organismes canadiens à but non lucratif. Après avoir analysé les données disponibles sur le secteur canadien des organismes à but non lucratif, nous présentons un aperçu général des questions de régie interne. Nous examinons ensuite de façon plus approfondie les avantages comparatifs des organismes à but non lucratif, surtout dans le contexte des coûts de transaction. Puis, dans la section suivante, nous analysons plusieurs domaines où la prestation de services par des organismes à but non lucratif présente certains avantages possibles sur celle d'organismes à but lucratif et publics. Cette analyse est suivie d'une section axée sur les problèmes de régie interne qui peuvent réduire ou annuler les gains résultant de l'utilisation de la formule des organismes à but non lucratif.

Les considérations qui émanent des sections précédentes sont ensuite mises en application afin d'évaluer le recours à des organismes à but non lucratif dans deux domaines différents, soit ceux des services de santé et de l'exploitation des aéroports. Dans la section suivante, nous utilisons les universités pour illustrer les problèmes relatifs à la gestion d'organismes à but non lucratif qui sont chargés d'assurer la prestation de services relativement complexes. Nous examinons aussi dans cette section certaines réformes précises des politiques visant à atténuer des problèmes de régie interne. La dernière section de l'étude contient nos conclusions.

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF DANS L'ÉCONOMIE CANADIENNE

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF se distinguent de la plupart des autres organismes du fait qu'ils sont soumis à une contrainte de non-répartition. L'excédent obtenu après déduction de toutes les dépenses des recettes ne peut être réparti entre les administrateurs, les gestionnaires ou d'autres intervenants influents. Les organismes à but non lucratif ont le loisir de réaliser des surplus financiers et certains chercheurs estiment que les décideurs au sein de ces organismes peuvent effectivement chercher à réaliser et à accumuler de tels surplus[1]. Toutefois, l'absence d'un demandeur possédant le droit de s'emparer de tels surplus est un élément qui distingue les organismes à but non lucratif des entreprises de propriété privée, des coopératives et des sociétés d'État.

Un grand nombre d'organismes disparates sont soumis à des contraintes de non-répartition. Dans une étude récente, Quarter (1992) a proposé une façon utile de répartir les diverses organisations qui font partie du secteur à but non lucratif. Il a établi une distinction entre les organismes à but non lucratif qui desservent le grand public et les organismes mutuels qui s'adressent à un ensemble donné de membres. Parmi les organismes mutuels à but non lucratif figurent les organisations religieuses, les syndicats, les associations professionnelles, les organismes d'affaires, les regroupements de consommateurs, les clubs sociaux et divers groupements socio-politiques.

Les organismes à but non lucratif desservant le grand public peuvent être subdivisés en trois segments selon leur source principale de financement. Premièrement, il y a les organismes dont le financement est assuré en bonne partie (mais non en totalité) par des recettes tirées des ventes. Parmi ceux-ci figurent des organismes commerciaux (comme la Croix bleue, l'Association canadienne des automobilistes et Travel CUTS), des foyers à but non lucratif pour personnes âgées et des centres de jour, des écoles élémentaires et secondaires privées, des troupes d'art d'interprétation et des organisations pour les jeunes tels que les YMCA, les Scouts et les Guides.

Le deuxième groupe comprend des organismes dont le fonctionnement repose en majeure partie sur le travail bénévole et les dons reçus du public (activités philanthropiques). On retrouve parmi cette catégorie les principaux

organismes humanitaires (comme la Croix rouge, CARE Canada, et le SUCO), les organismes nationaux de bénévoles et de collecte de fonds (comme les Shriners, les Sociétés John Howard et Elizabeth Fry, des clubs de services comme les Lions, le Rotary et le Kiwanis, et divers organismes de services à la famille), des organismes offrant des services d'hébergement et de repas (comme l'Armée du salut, les popotes roulantes et les banques d'alimentation) et des organismes de soutien et de promotion de la santé (tels que la Société canadienne du cancer ou l'Association canadienne du diabète).

Le troisième groupe est constitué d'organismes à but non lucratif dont le financement provient en grande partie du secteur public. Ce groupe comprend les hôpitaux ainsi que les centres d'accueil, les centres de traitement contre l'abus de drogues et d'alcool, les établissements d'enseignement postsecondaire et les instituts de recherche. Ces organismes sont souvent considérés comme faisant partie du secteur public, mais ils sont ordinairement plus autonomes que ne le sont les sociétés d'État, qui sont redevables aux assemblées législatives ou au gouvernement fédéral par l'entremise du ministre responsable. La presque totalité des hôpitaux et des universités satisfont à une partie de leurs obligations financières par le biais de leurs propres activités de collecte de fonds et ils ne sont pas assujettis aux régimes de contrôle et de reddition de compte qui s'appliquent à la plupart des sociétés d'État et des organismes publics.

Quarter a calculé qu'en 1992, il y avait environ 175 000 organismes sans but lucratif d'intérêt général et mutuel au Canada (sans compter les organismes à but non lucratif non constitués en société). On peut obtenir de Revenu Canada des données sur le sous-groupe d'environ 70 000 organismes à but non lucratif qui sont reconnus comme des organismes de charité enregistrés (tableau 1). En 1993, un total de plus de 86 milliards de dollars est passé entre les mains des organismes de charité; 56 p. 100 de cette somme provenait du secteur public. Les hôpitaux et les établissements d'enseignement représentaient seulement 5 p. 100 du nombre des organismes de charité enregistrés en 1993, mais ils intervenaient pour 58 p. 100 des recettes totales et 56 p. 100 du nombre total d'employés.

En 1993, 1,3 million de Canadiens étaient à l'emploi d'organismes de charité. Si l'on mesure la production de ce secteur sur la même base que celle du secteur public (c'est-à-dire en se fondant sur les paiements salariaux), la production des organismes de charité enregistrés s'établissait à 5,6 p. 100 du PIB en 1993 – compte non tenu de l'apport des bénévoles. Selon Sharpe (1994), 1,6 million de Canadiens ont offert leurs services sur une base régulière en 1993 et une autre tranche de trois millions de Canadiens ont fait du bénévolat pendant les périodes de pointe. On peut aussi évaluer les services de bénévoles à partir de l'*Enquête sociale générale sur l'emploi du temps* effectuée en 1992 par Statistique Canada. Si l'on applique les données du coût d'opportunité du temps des hommes et des femmes aux résultats sur le temps consacré à des activités civiques et volontaires, on obtient une estimation de plus de 40 milliards de dollars (pour 1992)[2], ce qui est légèrement supérieur aux paiements de

TABLEAU 1

RECETTES ET DÉPENSES DES ORGANISMES DE CHARITÉ ENREGISTRÉS

TYPE D'ORGANISME DE CHARITÉ	NOMBRE[a]	EN PROPORTION DE L'ENSEMBLE DES ORGANISMES DE CHARITÉ	RECETTES (EN MILLIONS DE DOLLARS)	EN PROPORTION DE L'ENSEMBLE DES RECETTES	DÉPENSES (EN MILLIONS DE DOLLARS)	EN PROPORTION DE L'ENSEMBLE DES DÉPENSES
Lieux de culte	25 177	36,4	5 128	5,9	4 859	5,9
Hôpitaux	1 071	1,5	26 314	30,4	25 970	31,5
Institutions d'enseignement	2 516	3,6	23 763	27,5	22 513	27,3
Autres organismes de charité						
Aide sociale	10 157	14,7	8 275	9,6	7 890	9,6
Santé	4 910	7,1	5 030	5,8	4 795	5,8
Éducation	6 365	9,2	4 978	5,8	4 710	5,7
Religion	3 729	5,4	2 972	3,4	2 647	3,2
Bien-être de la collectivité	8 602	12,4	4 116	4,8	3,912	4,7
Autres	522	0,8	117	0,1	93	0,1
Sous-total	34 285	49,5	25 488	29,5	24 046	29,2
Fondations publiques	3 148	4,5	4 731	5,5	4 366	5,3
Fondations privées	3 033	4,4	1 088	1,3	675	0,8
Total des organismes de charité	69 230	100,0	86 512	100,0	82 428	100,0

NOTA : Les chiffres ayant été arrondis, leur somme peut ne pas correspondre au total.
a Données obtenues du personnel de Revenu Canada, novembre 1993.
SOURCE : Sharpe (1994).

salaires et d'avantages sociaux que les organismes de charité ont versé à leurs employés. Les deux sources de renseignements donnent à penser que l'apport des services bénévoles est beaucoup plus élevé que celui calculé dans des études antérieures[3] et que la production des organismes de charité (mesurée sur la base de la valeur de l'ensemble des services de main-d'œuvre) dépasse probablement 10 p. 100 du PIB.

PROBLÈMES DE RÉGIE INTERNE

SELON LA THÉORIE DES DROITS DE PROPRIÉTÉ DE L'ENTREPRISE, le rendement des sociétés à but non lucratif devrait être moins efficient que celui des sociétés à but lucratif et des entreprises de propriété privée. L'absence d'ayants droits résiduels clairement définis et le caractère non transférable de la propriété des entreprises à but non lucratif ont pour effet de soulever plusieurs problèmes de régie interne. Comme Furubotn et Pejovich (1972) l'ont souligné, les décisions des gestionnaires sont plus difficiles à évaluer parce que les répercussions futures de ces décisions ne peuvent pas être capitalisées. Les gestionnaires qui ont des horizons de temps limités ont rarement intérêt à tenir compte de tous les coûts et avantages futurs attendus. Fait encore plus préoccupant, les gestionnaires disposent d'occasions plus nombreuses d'affecter des bénéfices possibles à la poursuite de sources d'utilité non pécuniaires. De plus, il est difficile pour qui que ce soit de prendre le contrôle de l'entreprise et d'affecter les actifs à un meilleure usage.

Selon les arguments fondés sur les droits de propriété, les actionnaires de sociétés à but lucratif sont aussi assujettis à des problèmes d'atténuation, tandis que les mécanismes permettant de circonscrire ces problèmes comportent des limites. Par ailleurs, le marché du capital et d'autres contraintes sur le comportement des gestionnaires ont pour effet de placer les problèmes de régie interne des entreprises de propriété privée dans une catégorie très différente de celle des organismes à but non lucratif.

Les études sur les droits de propriété ont moins à dire sur la différence entre les organismes à but non lucratif et les sociétés d'État. Dans le cas des sociétés d'État comme dans celui des organismes à but non lucratif, les coûts de dépistage, de surveillance et de mise en application du comportement souhaité sont élevés à cause du caractère non transférable de la propriété. Toutefois, la définition des ayants droits résiduels est au moins claire dans les sociétés d'État et des mécanismes bureaucratiques de responsabilisation et de contrôle sont en place afin de protéger les intérêts des actionnaires.

Dans le contexte des droits de propriété, le rôle important des organismes à but non lucratif tant au Canada que dans d'autres économies industrialisées est difficile à expliquer. Dans les études portant sur les organismes à but non lucratif, les tentatives visant à élucider cette énigme ont mis en relief la nécessité de recourir à d'autres modalités institutionnelles afin de remédier aux déficiences tant du marché que du secteur public (ou à l'échelle politique). Selon

Weisbrod (1975,1988), l'avantage des organismes à but non lucratif est lié à leur aptitude à assurer la prestation de biens collectifs lorsque la demande est hétérogène. On peut compter sur des organismes à but non lucratif pour assurer la prestation de « biens fiduciaires », qui soulèvent de sérieux problèmes d'asymétrie, notamment, parce que les gestionnaires sont assujettis à une contrainte de non-répartition et qu'ils n'ont donc pas d'intérêt à réduire la qualité comme c'est le cas des gestionnaires des entreprises de propriété privée. La prestation de biens fiduciaires peut se faire par le secteur public mais les gouvernements, dont le fonctionnement repose sur le vote majoritaire et le consensus et qui sont tenus d'assurer l'égalité d'accès, sont mal placés pour répondre aux besoins des minorités[4]. Par conséquent, les organismes à but non lucratif permettent de remédier aux imperfections du marché politique et de celui des biens.

Douglas (1983) a examiné et présenté de façon persuasive les arguments en faveur de la participation des organismes à but non lucratif à des fonctions publiques. Un service fourni par l'État est soumis aux contraintes de la pertinence et de la justice politique. Le secteur à but non lucratif, qui n'est pas assujetti à de telles contraintes, peut contribuer à l'expression d'une grande diversité de vues et de valeurs sociales qui doivent être respectées dans une démocratie pluraliste. Les organismes à but non lucratif peuvent aussi faciliter l'expérimentation en matière de lancement et de prestation de nouveaux services. Un écart important peut ainsi être comblé parce qu'il est difficile pour les gouvernements d'introduire de nouveaux services sur une base limitée – notamment des services offerts sur une base expérimentale dont la prestation devra peut-être être abandonnée par la suite parce qu'il ne vaut pas la peine de les maintenir.

Hansmann (1980) attribue la présence d'organismes à but non lucratif à diverses formes de déficiences contractuelles dans les marchés desservis par des fournisseurs à but lucratif. Une déficience contractuelle peut être attribuable aux déficiences habituelles des marchés (c'est-à-dire, biens publics, asymétrie de l'information, imperfections du marché des prêts) ainsi qu'à des problèmes précis relatifs aux activités (de charité) philanthropiques. Par exemple, les personnes qui contribuent (participent) à l'aide à l'étranger doivent pouvoir compter sur la loyauté de l'intermédiaire (l'organisme de charité) pour s'assurer que les services qu'ils ont payés se rendent à destination. Étant donné que la contrainte de non-répartition fait disparaître l'incitation à exploiter les avantages au niveau de l'information, beaucoup de gens préfèrent consacrer du temps et accorder des dons à des organismes à but non lucratif. Fama et Jensen (1983*b*) considèrent que les problèmes de mandat auxquels les donateurs sont généralement confrontés figurent au cœur du rôle des organismes à but non lucratif. Il faut que les donateurs puissent être assurés que leurs contributions ne seront pas expropriées par des ayants droits résiduels. Fama et Jensen (1983*b*, p. 342) soutiennent que l'« absence de demandes résiduelles permet d'éviter le problème de mandat entre le donateur et l'ayant droit résiduel, ce

qui explique le rôle dominant que jouent les organismes à but non lucratif dans le domaine des activités financées par des donateurs ».

Les théories des organismes à but non lucratif concordent bien avec les théories générales du choix institutionnel qui ont servi surtout à expliquer pourquoi des entreprises, et non des marchés, sont retenues pour coordonner certaines activités. Tout comme des entreprises peuvent être préférables à des marchés parce qu'elles permettent de réaliser des économies au plan des coûts de transaction, le recours à des organismes à but non lucratif, et non à des sociétés à but lucratif, peut aussi comporter des économies sur le plan des coûts de surveillance et de mise en application des contrats (lorsque les coûts comprennent les pertes encourues parce que la mise en application complète est extrêmement coûteuse). L'observation de McManus (1975), selon laquelle différentes formes d'organisation comportent différentes contraintes de comportement et différents coûts de mise en application, est un élément central pour nous aider à comprendre le rôle des organismes à but non lucratif. Dans le cas des organismes de charité à but non lucratif, toutefois, on trouve deux intervenants externes, les donateurs et les bénéficiaires, dont les intérêts doivent être considérés. Les deux doivent absorber un coût si les organismes à but non lucratif sont mal gérés et, à cet égard, on peut affirmer qu'ils sont des ayants droits résiduels[5]. L'attrait de la formule de l'organisme à but non lucratif est lié à la possibilité qu'elle offre de minimiser les coûts de mise en application et de maximiser les possibilités de consommation pour ces deux intervenants.

Lorsqu'on examine la question normative visant à déterminer dans quelle mesure et dans quelles conditions des organismes à but non lucratif permettent effectivement de résoudre des problèmes contractuels[6], il faut considérer toute une gamme de facteurs. Dans le cadre de sa comparaison des entreprises et des systèmes de prix, McManus (1975) souligne que les méthodes d'affectation comportent diverses distorsions et différents « effets externes ». Il fait allusion dans ce dernier cas à l'intérêt que les gens ont de faire subir des dommages aux autres lorsque des activités ne sont pas contrôlées à cause de coûts de mise en application élevés. Le passage d'un système de prix à un système centralisé d'affectation a pour effet de réduire les effets externes dans certains cas et de les faire augmenter dans d'autres. Ce déplacement se traduira par un gain s'il s'accompagne d'une réduction générale des pertes attribuables aux effets externes. Ainsi, une entreprise aurait avantage à confier certaines activités à des sous-traitants, dans la mesure où les coûts du contrôle de la recherche de gains purement monétaires par des sous-traitants sont inférieurs aux coûts du contrôle de la consommation non monétaire au travail des employés de l'entreprise.

De même, les économies qui se rattachent à l'adoption de la formule de l'organisme à but non lucratif sont fonction de l'équilibre entre la réduction des coûts externes dans certains domaines et la hausse des coûts dans d'autres. Ainsi, les gestionnaires d'organismes à but non lucratif sont généralement

moins enclins que leurs homologues du secteur à but lucratif à tirer avantage des asymétries d'information en réduisant la qualité. Étant donné la contrainte de non-répartition, les gestionnaires d'organismes à but non lucratif ont personnellement peu d'intérêt à offrir moins de ces caractéristiques qualitatives qui sont difficiles à surveiller. De plus, s'il y a un processus d'autosélection à l'œuvre au niveau de la gestion, comme Weisbrod (1988) le laisse entendre, les gestionnaires des organismes à but non lucratif auront tendance à être ceux qui sont attirés par la mission du service et qui accorderont probablement une grande valeur aux normes de service élevées de ces organismes. Par ailleurs, les effets externes liés aux difficultés de contrôler les caractéristiques du produit seront probablement une source de problèmes moins grande, mais les effets externes liés à la consommation au travail susciteront plus de préoccupation dans les organismes à but lucratif que dans ceux sans but lucratif. Pour les raisons mises en relief dans les écrits portant sur les droits de propriété, l'application de contraintes sur la consommation non monétaire dans les organismes à but non lucratif est difficile à réaliser. L'équilibre entre les gains et les pertes attribuables à ces deux effets externes détermine s'il est souhaitable d'assurer la prestation d'un service par l'entremise d'un organisme sans but lucratif ou d'avoir recours à une entreprise à but lucratif.

La détermination de la nature et de la portée des avantages des organismes à but non lucratif par rapport à des organismes publics met aussi en cause des relations d'arbitrage. Les organismes à but non lucratif peuvent mieux répondre que les organismes gouvernementaux aux besoins de sous-secteurs précis de la population, mais, contrairement aux organismes publics, ils ne disposent pas du pouvoir coercitif leur permettant de forcer les intervenants qui ont la capacité de le faire à payer pour les services qu'ils reçoivent. Les personnes peuvent « acquérir » auprès d'un fournisseur à but non lucratif des services qui tiennent mieux compte de leurs préférences, mais ils encaisseront une perte dans la mesure où leurs contributions viennent aussi en aide à des profiteurs.

Lorsqu'il est possible de former une association ou un club qui n'offre ses services qu'à des membres en règle, on peut ainsi contourner le problème des profiteurs. Mais, contrairement aux gouvernements, les clubs doivent répartir leurs coûts d'organisation et de gestion sur un nombre limité de services et de personnes. Dans la mesure où les déséconomies d'échelle et de diversification qui en résultent ne sont pas assez importantes pour compenser les avantages que comporte le fait de disposer d'un club pour répondre aux préférences diversifiées des consommateurs, les clubs constitueront des solutions de remplacement attrayantes à une prestation de services par le secteur public.

Toutes ces considérations nous portent à croire que, premièrement, il convient d'envisager la question de la régie interne dans le contexte des organismes à but non lucratif comme un ensemble de problèmes contractuels qui mettent en cause des décideurs au sein des organismes, ainsi que des donateurs et des bénéficiaires, ces derniers pouvant tous deux être considérés comme des ayants droits résiduels. Deuxièmement, l'aptitude des organismes à but non

lucratif à résoudre ces problèmes, et donc leur attrait en tant que mode organisationnel de remplacement, est vraisemblablement fonction de l'équilibre entre les gains attribuables à des coûts de transaction plus faibles dans certains domaines et les pertes résultant de coûts plus élevés dans d'autres. L'avantage des organismes à but non lucratif, si on les compare aux sociétés à but lucratif, est probablement fonction dans une large mesure de l'importance des économies réalisées sur le plan de la mise en application en raison de l'élimination des stimulants monétaires par rapport aux pertes attribuables aux coûts accrus de surveillance de la consommation non monétaire.

L'équilibre entre ces effets externes dépend de plusieurs facteurs. La nature des biens offerts est un élément important. Les organismes à but non lucratif possèdent un avantage à offrir certains types de produits dont la prestation soulève certaines difficultés pour des fournisseurs du secteur à but lucratif et du secteur public. Les facteurs qui ont une influence précise sur les incitations visant à stimuler l'efficience des gestionnaires dans le secteur à but non lucratif jouent aussi un rôle important. Parmi ceux-ci figurent la composition du conseil d'administration de l'organisme à but non lucratif et la structure du marché des produits à but non lucratif. Des problèmes de contrôle interne peuvent compromettre et peut-être même éliminer les avantages des organismes sans but lucratif par rapport aux entreprises à but lucratif ou aux organismes publics.

Dans la section suivante, nous examinons l'avantage comparatif de la formule des organismes à but non lucratif pour répondre à la demande de certains types de biens. Puis, dans une section subséquente, nous analysons des éléments qui se rattachent précisément à la régie interne des organismes à but non lucratif. Les questions considérées dans les deux sections sont pertinentes pour déterminer le rendement des organismes sans but lucratif et pour évaluer leur rôle par rapport à celui des sociétés à but lucratif et des organismes gouvernementaux.

LES ORGANISMES SANS BUT LUCRATIF EN TANT QUE FOURNISSEURS DE DIFFÉRENTS TYPES DE BIENS

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF peuvent être aux prises avec d'importants problèmes de régie interne, mais les coûts de transaction seraient peut-être beaucoup plus élevés si les mêmes activités étaient confiées à des organismes gouvernementaux ou à des entreprises de propriété privée. Un examen d'autres formes organisationnelles pour assurer la prestation de certains biens et des limites relatives à leur prestation par des organismes publics et à but lucratif nous aidera à situer les problèmes de régie interne des organismes sans but lucratif dans leur contexte. Dans la présente section, nous mettons l'accent sur la production par des organismes à but non lucratif de quatre types différents de biens : les biens mutuels, d'autres biens collectifs, les biens fiduciaires et les biens philanthropiques.

Ces catégories correspondent aux principaux problèmes contractuels que peut soulever la prestation par des organismes à but non lucratif[7]. Les problèmes contractuels sont attribuables au caractère collectif (ou « exempt de rivalité ou de pressions concurrentielles ») de certains biens, à la difficulté d'évaluer la qualité de certains types de services (à savoir, les biens fiduciaires) et aux difficultés spéciales de contrôle relatives à l'achat de biens et à la prestation de services à des bénéficiaires inconnus (à savoir, les biens philanthropiques).

Dans le premier groupe, nous faisons une distinction entre les biens collectifs que des associations ou des clubs offrent généralement à leurs membres et d'autres biens publics, tels que des émissions de télévision à but non lucratif, qui sont produits pour le grand public. Dans chaque cas de déficience contractuelle, l'incidence du problème contractuel sur les coûts de prestation par des entreprises à but lucratif et des organismes publics doit être comparée aux éléments d'inefficience d'une prestation par des groupes à but non lucratif.

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF EN TANT QUE FOURNISSEURS DE BIENS MUTUELS

BUCHANAN (1965) A PRÉSENTÉ un aperçu explicite des avantages possibles que possédaient des groupes mutuels ou des clubs sur le plan de la prestation de certains types de biens collectifs. Au centre de la théorie des groupes mutuels (clubs) figurent des biens qui se prêtent à un usage exclusif mais qui n'ont qu'un caractère partiellement compétitif. La plupart des biens ont un caractère compétitif, c'est-à-dire qu'ils ne peuvent être consommés que par une seule personne. Lorsqu'un bien a un caractère non compétitif, des consommateurs supplémentaires ne réduisent pas l'avantage tiré de la consommation du bien après son utilisation par les premiers consommateurs, et la prestation collective du bien est par conséquent souhaitable. Cet aspect est pertinent pour des biens mutuels tels qu'une piscine ou un parcours de golf, bien qu'ils aient un caractère en partie compétitif; la présence de membres supplémentaires crée de la congestion et engendre par conséquent un coût supplémentaire. Le caractère exclusif permet à des groupes de limiter aux membres seulement l'accès au bien en question.

Les gouvernements se chargent souvent de satisfaire aux besoins en services collectifs, mais d'autres moyens d'offrir des biens collectifs deviennent plus attrayants lorsqu'on est en présence de consommateurs hétérogènes. Les gouvernements doivent offrir des services à toutes les personnes qui vivent à l'intérieur de leur propre territoire, tandis qu'un club ou une association peut adapter ses services de façon à répondre aux besoins de ceux qui ont des exigences ou des goûts précis. Comme nous l'avons signalé plus tôt, les avantages de regroupements souples qui ne sont pas astreints à des frontières matérielles constituent un élément important de la théorie de Weisbrod sur les organismes à but non lucratif.

Les groupes mutuels comprennent les syndicats et les associations professionnelles, qui ont pour mandat de défendre les intérêts collectifs de leurs

membres, ainsi que les clubs sportifs et sociaux, qui offrent des installations et des services pas tellement différents dans bien des cas de ceux qu'on peut acquérir de fournisseurs à but lucratif. Dans ce dernier cas, on a attribué pour une part la popularité de la formule à but non lucratif au désir des personnes de récupérer une partie de l'influence qu'elles perdent lorsque la prestation de biens se fait sur une base collective. L'influence d'une personne prise individuellement diminue parce qu'il est plus efficient d'offrir et de vendre des services offerts par un club sous forme de forfait, habituellement en échange d'une cotisation annuelle, au lieu de percevoir un droit individuel sur chaque service. Douglas (1987) laisse entendre que l'influence que les personnes obtiennent par l'intermédiaire de leur droit de vote en tant que membres d'un club contribue à compenser l'affaiblissement de l'influence exercée par un départ de contestation lorsque la prestation des biens se fait de façon collective.

Hansmann (1980) propose une autre interprétation. Il perçoit la prestation par des organismes à but non lucratif comme une façon de répondre aux préoccupations que soulève le fait que les fournisseurs à but lucratif possèdent un pouvoir de monopole considérable. Il en est ainsi parce qu'une partie de l'attrait des clubs découle de la possibilité qu'ils offrent à leurs membres de s'associer avec d'autres personnes possédant certaines caractéristiques souhaitables. Les exploitants qui cherchent à maximiser leurs bénéfices ont intérêt à percevoir des droits supérieurs aux coûts afin de récupérer une partie de la valeur que les personnes attribuent aux avantages sociaux d'appartenir à un groupe exclusif. En établissant un club à but non lucratif qu'ils peuvent contrôler en tant que membres, les gens sont en mesure de prévenir une telle exploitation monopolistique.

Dans le modèle théorique idéal, les groupes de personnes hétérogènes non seulement se répartissent de façon optimale entre les divers clubs, mais ils obligent aussi les clubs à se concurrencer pour les recruter en tant que membres. Cette situation a pour effet de créer des pressions visant à assurer une prestation efficiente des biens du club[8]. La théorie des clubs s'applique de façon plus pertinente à certains types de groupes mutuels plutôt qu'à d'autres. Dans plusieurs domaines (notamment, les associations professionnelles, les syndicats et les regroupements de consommateurs), les gens ne possèdent pas un large éventail de choix et ils ne profitent pas des avantages de la concurrence. De même, des préoccupations relatives au pouvoir de marché que peuvent exercer les propriétaires de clubs surgissent parce que la portée de la concurrence entre les clubs sociaux exclusifs est limitée. Dans ces conditions, les membres peuvent exprimer leur mécontentement au sujet du fonctionnement du club mais ils démissionnent rarement pour se joindre à un autre club qui offre des services semblables mais à des prix et à des niveaux de qualité jugés préférables.

Mise à part la possibilité d'une concurrence limitée, les clubs sont comparativement bien placés pour répondre à certains besoins des consommateurs. Les membres de groupes mutuels sont souvent en meilleure position qu'ils ne le seraient si la seule solution de remplacement était des entreprises

de propriété privée, qui ont tendance à tirer profit du manque de concurrence, ou des organismes gouvernementaux, qui ont une vaste clientèle à satisfaire et qui sont soumis à des pressions visant à privilégier les besoins de l'électeur médian.

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF EN TANT QUE FOURNISSEURS D'AUTRES BIENS COLLECTIFS

LA FORMULE DES CLUBS ET DES GROUPES MUTUELS n'est pas appropriée pour la prestation de tous les types de biens collectifs. Un exemple différent de bien collectif est la présentation d'une production artistique (comme un opéra), qui se caractérise par des coûts fixes élevés. Il en est ainsi en raison des frais élevés de montage d'une production et il s'agit de l'aspect non compétitif de la consommation théâtrale[9]. Dans le cas des opéras et d'autres productions qui s'adressent à un auditoire limité, la courbe de demande se situe ordinairement au-dessous de la courbe de coût moyen à tous les niveaux de production. Comme O'Hagan et Purdy (1993) l'ont signalé, l'ensemble des avantages peut encore dépasser l'ensemble des coûts si les avantages varient considérablement et qu'il y a un groupe d'amateurs d'opéra qui sont disposés à payer un montant bien au-dessus du coût moyen. Un organisme à but non lucratif est en mesure de répondre à la demande non satisfaite en encourageant ceux qui attribuent une valeur très élevée à ses productions à verser des dons pour couvrir les frais.

Le recours à un organisme à but lucratif pour offrir un service comme un opéra constitue une solution de rechange lorsque des entreprises de propriété privée peuvent exploiter la demande élevée des amateurs d'opéra en imposant une discrimination par les prix. Toutefois, l'application d'une discrimination par les prix efficace est une solution souvent difficile et coûteuse. De plus, des sociétés à but lucratif qui peuvent appliquer de façon efficace une discrimination par les prix auront tendance à tirer profit de la demande élevée des amateurs d'opéra et à percevoir ainsi une rente monopolistique.

La formule des organismes à but non lucratif permet de donner l'assurance aux donateurs que leurs fonds ne seront pas utilisés pour verser des dividendes aux détenteurs d'actions. Mais il est moins évident que leurs contributions seront utilisées de façon efficiente. Les théâtres voués aux arts d'interprétation sont contraints de monter des productions de qualité et d'intérêt suffisamment grands pour atteindre des objectifs établis sur le plan des recettes tirées de la vente des billets. Ils doivent aussi se soucier des éléments qui influent sur les contributions des donateurs. La nature et la qualité des productions sont importantes à cet égard, comme le sont aussi les services spéciaux et les aménagements que le théâtre offre afin d'entretenir un sens de la collectivité dans l'esprit des donateurs[10]. Il est assez facile d'évaluer l'aptitude des gestionnaires d'un théâtre à atteindre des objectifs en terme d'assistance et de recettes financières; il est probable que le conseil d'administration consacre beaucoup d'attention à ces indicateurs.

Il est beaucoup plus difficile pour le conseil d'administration de s'assurer que les coûts de montage des productions théâtrales et d'exécution d'activités connexes font l'objet d'un contrôle adéquat. Il est possible que les recettes tirées des dons et de la vente des billets équivalent à un plafond peu élevé qui laisse peu de place à des dépenses et à une consommation au travail excessives, mais rien ne garantit qu'il en sera ainsi. Si le théâtre appartient à l'État, le gouvernement pourra tenter d'établir un niveau de soutien financier qui aura pour effet d'encourager une gestion efficiente et des coupures de coûts. Mais on peut à juste titre s'interroger sur l'aptitude des pouvoirs publics à déterminer un niveau de financement approprié et à faire appliquer une discipline budgétaire.

De plus, dans la mesure où les dons sont le reflet de la perception que les gens se font des activités théâtrales, ces contributions servent à établir un lien entre les coûts et les avantages, un rapport qui se perd lorsque des fonds publics viennent remplacer des dons. La présence de contrôles budgétaires a pour effet d'inciter les dirigeants de théâtre à s'orienter vers des productions qui soulèvent beaucoup d'intérêt dans le public et qui sont susceptibles d'attirer des auditoires importants. Mais il n'en résulte pas nécessairement des bénéfices nets plus élevés.

LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF EN TANT QUE FOURNISSEURS DE BIENS FIDUCIAIRES

PLUSIEURS ORGANISMES COMMERCIAUX À BUT NON LUCRATIF sont engagés dans des activités pour lesquelles la performance en matière de prestation de service est difficile à évaluer. L'analyse conceptuelle présentée dans la section précédente donne à penser que les organismes à but non lucratif possèdent certains avantages en ce qui concerne la prestation des biens fiduciaires et on y soulève la possibilité qu'ils puissent être le fournisseur le plus pertinent, sans égard aux problèmes considérables de régie interne qu'ils peuvent soulever.

Les preuves empiriques disponibles ne sont pas concluantes, mais certaines études appuient la notion à l'effet que les organismes à but non lucratif tireront vraisemblablement avantage, dans une moindre mesure que les entreprises de propriété privée, des asymétries d'information en réduisant la qualité des services. Ainsi, dans une étude sur des centres d'accueil, Weisbrod et Schlesinger (1986) ont conclu que les centres à but lucratif ont un rendement inférieur à celui des centres à but non lucratif lorsqu'il est difficile pour des observateurs de l'extérieur d'en évaluer la qualité. De même, une étude récente des hôpitaux psychiatriques en Californie (Mark, 1993) a révélé qu'il était moins probable que les hôpitaux à but non lucratif exploitent les asymétrie d'information. Une étude faite au Manitoba (Ministère des Services communautaires et correctionnels du Manitoba, 1986) fait état de la qualité supérieure des services dispensés par des centres de jour sans but lucratif par rapport à ceux à but lucratif. De plus, Weisbrod (1988) a mis en relief plusieurs différences importantes entre des organismes à but non lucratif et des entreprises de propriété privée

dans trois secteurs de soins à long terme : des centres d'accueil, des établissements de soins pour les handicapés mentaux et des établissements de soins psychiatriques. Il a conclu notamment que les consommateurs avaient plus de chance d'être satisfaits de leur environnement et des divers aspects des services offerts dans les établissements à but non lucratif.

Ces résultats sont compatibles avec ceux des modèles théoriques qui mettent en relief les incitations distinctes des fournisseurs à but non lucratif. Ils sont aussi conformes aux données anecdotiques faisant ressortir le rôle important que jouent les intervenants qui possèdent de fortes orientations idéologiques sur la façon d'établir et de faire fonctionner des organismes « fiduciaires » à but non lucratif (que nous examinerons plus loin dans cette étude lorsqu'il sera question du rôle des conseils d'administration).

Les travaux empiriques semblent aussi appuyer l'argument voulant que, par rapport aux organismes à but lucratif, les fiducies sans but lucratif soient soumises à des pressions moins intenses pour atteindre un rendement efficient. Des comparaisons de coûts sont rendus difficiles à cause du problème soulevé par la nécessité de tenir compte des différences dans la qualité des soins et dans les caractéristiques de la clientèle desservie par les diverses organisations. Il faut aussi apporter des corrections afin de tenir compte des économies de coût réalisées par suite du recours à des travailleurs bénévoles. Les chercheurs ont réussi avec plus ou moins de succès à tenir compte de ces différences, mais les études effectuées pour divers secteurs et dans différents pays ont abouti à des résultats généralement semblables[11]. Par exemple, les auteurs d'une étude américaine portant sur des centres d'accueil ont conclu que les centres de propriété privée affichaient des coûts sensiblement au-dessous de ceux des centres à but non lucratif et très au-dessous de ceux des centres du secteur public[12]. De même, une étude portant sur des centres de soins en résidence pour enfants au Royaume-Uni a révélé que les coûts des établissements à but lucratif étaient les moins élevés[13]. Une étude récente des établissements canadiens de soins à long terme pour les personnes âgées a fait état d'une situation semblable : « les coûts journaliers moyens étaient généralement les plus élevés dans le secteur des organismes publics, suivi du secteur des organismes privés sans but lucratif et, finalement, du secteur des organismes privés à but lucratif »[14].

Ces conclusions sont le reflet, entre autres, de coûts plus élevés de surveillance et de contrôle des décisions des gestionnaires dans les organismes sans but lucratif par rapport aux organismes de propriété privée. Bien que la majorité des recettes des établissements « commerciaux » à but non lucratif proviennent de frais aux utilisateurs, ils ont tendance néanmoins à fonctionner dans des marchés très imparfaits. Étant donné l'aide que les organismes à but non lucratif reçoivent sous forme de dons de charité, de travail bénévole et d'exemption fiscale, les résultats financiers sont un indicateur de performance trompeur. Les administrateurs externes qui prennent leurs fonctions de surveillance au sérieux doivent aller au-delà des rapports financiers et considérer un ensemble d'autres indicateurs détaillés pour évaluer l'efficience organisationnelle.

L'importance relative des gains et des pertes qui sont manifestement attribuables au mode organisationnel du fournisseur – organisme sans but lucratif par rapport à un organisme de propriété privée – est fonction de plusieurs facteurs. Les avantages de la loyauté liée aux organismes à but non lucratif augmentent à mesure que la surveillance devient plus difficile et que les pertes attribuables à un mauvais choix de fournisseur s'accumulent. La surveillance est plus problématique dans certaines situations parce que les consommateurs ultimes du service offert ne sont pas en mesure d'évaluer son niveau de rendement. Par ailleurs, compte tenu de la nature critique des services offerts, il se peut qu'une compensation ultérieure ne soit pas un remède approprié pour une prestation de service de faible qualité. Les avantages comparatifs de faire appel à un fournisseur sans but lucratif sont aussi fonction de la mesure dans laquelle les sociétés à but lucratif ont donné suite aux préoccupations des consommateurs par le recours à des mécanismes ou à des modalités qui ont pour effet de réduire l'incertitude. En utilisant des marques de commerce et des dispositions de franchisage pour certifier la qualité des produits, par exemple, les sociétés à but lucratif peuvent effectivement permettre de réaliser des économies sur le plan des coûts de mise en application des normes de consommation qui se rapprochent de celles qui peuvent être réalisées dans le contexte de dispositions appliquées par des organismes à but non lucratif.

La formule des sociétés à but lucratif devient aussi plus attrayante si les gouvernements peuvent intégrer des clauses contractuelles dans leurs modalités d'achat qui ont pour effet de réduire le risque d'un niveau de qualité insuffisant du service. Ainsi, on pu démontrer dans quelle mesure le passage d'un régime de paiement journalier à un système de remboursement, qui tient compte de la condition médicale des patients et comprend une prime d'amélioration de la santé des patients, peut contribuer à améliorer considérablement la qualité des soins dispensés par des centres d'accueil à but lucratif[15].

LES ORGANISMES SANS BUT LUCRATIF EN TANT QUE FOURNISSEURS DE BIENS PHILANTHROPIQUES

LES ORGANISMES PHILANTHROPIQUES À BUT NON LUCRATIF participent à toute une gamme d'activités dont plusieurs ne soulèvent, en soi, aucun problème de spécifications et d'application contractuelles. Mais des appréhensions surgissent toutefois au sujet des dispositions contractuelles entre ces organisations et leurs donateurs. Des ayants droits résiduels ne peuvent pas mettre la main sur les dons reçus, mais ceux-ci peuvent être interceptés par d'autres agents internes en l'absence de mécanismes de contrôle appropriés.

Ces problèmes ne sont pas propres aux organismes philanthropiques à but non lucratif mais, dans des organisations comme CARE ou l'Armée du salut, la question de savoir comment les donateurs peuvent obtenir un meilleur rendement sur leurs dons revêt une importance primordiale. Toutefois, les attributs des organismes philanthropiques sur le plan de la régie interne peuvent laisser

beaucoup à désirer, mais les autres modalités institutionnelles comportent vraisemblablement des lacunes encore plus sérieuses. Les organismes de propriété privée sont une solution de remplacement inacceptable pour les organismes à but non lucratif à cause du problème de mandat entre le donateur et l'ayant droit résiduel déterminé par Hansmann et mis en relief par Fama et Jensen; les donateurs n'ont aucun intérêt à contribuer à une organisation si leurs dons peuvent être utilisés pour servir les intérêts des ayants droits résiduels qui se partagent le revenu net de l'organisme. Les gouvernements peuvent prendre en charge les activités des organismes philanthropiques, mais cette formule aurait pour effet d'être désavantageuse pour les donateurs individuels qui, en plus de perdre la faculté d'affecter leurs contributions aux activités charitables de leur choix, se priveraient de la satisfaction psychologique qui se rattache au versement volontaire d'un don. De plus, comme l'indiquent les résultats empiriques sur le rendement des organismes qui offrent des biens fiduciaires, la prestation par le secteur public comporte aussi des problèmes de mandat importants.

Les gens peuvent évidemment renoncer à employer un intermédiaire, en versant leur don directement au bénéficiaire choisi. Mais les coûts de transaction élevés rattachés au versement direct de dons ont tendance à rendre cette solution impraticable, sauf dans un nombre très restreint de cas précis. Puisque les coûts relatifs à l'identification des bénéficiaires et à l'évaluation de leurs demandes sont fixes, les organismes de charité qui participent à un grand nombre de transactions semblables profitent d'économies d'échelles importantes[16].

Certains mécanismes contribuent à réduire les coûts relatifs à la surveillance des organismes à but non lucratif. Le droit des sociétés, qui s'applique aux organismes sans but lucratif, donne l'assurance aux donateurs que les ressources de l'organisation devront être consacrées exclusivement à la poursuite des objectifs établis de l'organisme. Au Canada, la loi fédérale pertinente est la *Loi sur les corporations canadiennes* (LCC), partie II. Une garantie supplémentaire est offerte par la *Loi de l'impôt sur le revenu*, qui exige que les organismes de charité enregistrés se consacrent effectivement à des activités philanthropiques et que leurs services ne s'adressent pas uniquement à un groupe choisi de bénéficiaires. Selon la *common law*, la poursuite d'objectifs charitables comprend quatre types d'activités : le soulagement de la pauvreté, l'avancement de la religion, le progrès de l'éducation et d'autres activités avantageuses pour la communauté. De plus, les donateurs peuvent réduire l'incertitude par l'intermédiaire des choix qu'ils font. Comme Posnett et Sandler (1988) l'ont indiqué, de petits donateurs qui n'ont aucune influence déterminante sur les activités à but non lucratif ont tendance à privilégier des organisations qui possèdent des objectifs clairement définis et où la marge discrétionnaire accordée aux fiduciaires est très circonscrite[17]. Lorsque les objectifs des organismes sont clairement définis, il est raisonnable pour les donateurs de s'attendre que des groupes précis profiteront de leurs dons de charité.

Mais les préoccupations que soulève le rendement des organismes à but non lucratif ne sont aucunement prises en compte par ces mécanismes. La partie II

de la LCC vise simplement à faire en sorte que les organismes sans but lucratif respectent certaines exigences de base, notamment la formation d'un conseil d'administration composé d'au moins trois administrateurs, la tenue d'une assemblée annuelle, le dépôt d'états financiers annuels vérifiés et l'adoption de règlements acceptables au Ministre. Le droit des sociétés et le droit fiscal ne contribuent que très peu à soulager les craintes de ceux qui s'inquiètent que les ressources puissent être utilisées de façon inefficace ou profiter à des intervenants internes.

Les personnes qui sont sensibilisées aux problèmes de régie interne des organismes à but non lucratif se préoccuperont probablement davantage de la distribution de leurs dons de charité. Elles pourront aussi avoir tendance à augmenter leur contribution à des organismes locaux et de plus petite taille, qu'elles connaissent mieux. Par ailleurs, certains donateurs pourraient être incités à réduire leurs dons à certains organismes à but non lucratif dont la mission leur tient à cœur parce qu'ils se soucient du gaspillage et du manque d'efficience de ces organismes. C'est par l'intermédiaire de tels choix, et non par le biais de choix entre diverses modalités institutionnelles, que les gens tentent de maximiser la satisfaction qu'ils retirent de leurs dons de charité.

AUTRES ÉLÉMENTS QUI INFLUENT SUR LA RÉGIE INTERNE DES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF

PARMI LES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF qui assurent la prestation de types précis de biens, le rendement est fonction des modalités de régie interne et de la nature des stimulants qui en découlent sur le plan de l'efficience de la gestion. Nous analysons ci-dessous deux des facteurs les plus importants qui exercent une influence sur la motivation des gestionnaires des organismes à but non lucratif.

LE RÔLE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

EN L'ABSENCE DE LA DISCIPLINE EXERCÉE PAR LE MARCHÉ des prises de contrôle, le conseil d'administration a une responsabilité plus grande de surveiller le comportement des gestionnaires et de faire en sorte que les gestionnaires incompétents soient remplacés. Fama et Jensen (1983*a*) mettent en relief le rôle des directeurs externes en tant que mandataires des actionnaires pour assurer une surveillance des activités des gestionnaires. Ils font remarquer que les membres du conseil d'administration sont souvent d'importants donateurs dont l'apport en temps et en ressources financières constitue une garantie pour les autres donateurs que l'organisme est assujetti à une surveillance adéquate. Néanmoins, les administrateurs internes (par opposition aux administrateurs externes) jouent un rôle important dans certains organismes à but non lucratif. De plus, les directeurs externes peuvent être motivés par un certain nombre de facteurs, y compris (entre autres) l'altruisme. Bien qu'il ne soit pas dans

l'intérêt des administrateurs de faire partie d'une organisation mal gérée, la surveillance d'organismes de charité est non seulement complexe mais elle requiert du temps – et la plupart des membres des conseils d'administration n'ont qu'un temps limité à consacrer à des activités bénévoles. Seibel (1992), par exemple, met en relief le rôle des conseils d'administration en tant qu'institutions socio-politiques qui offrent d'importants avantages sur le plan de la constitution de réseaux :

> Les conseils de fiduciaires ou les conseils d'administration [...] font plus que surveiller le rendement de l'organisation. On peut même se demander si la surveillance du rendement est une fonction première d'un conseil d'administration. Les administrateurs agissent en tant que maillons à l'intérieur de réseaux qui comprennent des élites possédant renommée, richesse et pouvoir. Les intérêts réciproques s'équilibrent par l'intermédiaire de cet arrangement. Du point de vue de l'organisation, la présence de personnes riches, influentes et réputées sur le conseil des fiduciaires est une condition préalable pour la réussite des campagnes de levée de fonds. Par ailleurs, le fait d'être membre d'un conseil d'administration s'accompagne pour le titulaire d'un tel poste d'une renommée plus étendue, d'un renforcement des réseaux existants et de la création de nouveaux réseaux de rapports interpersonnels.

Dans le cadre de l'une des rares tentatives visant à vérifier empiriquement l'influence des conseils d'administration des organismes à but non lucratif, Callen et Falk (1993) ont cherché à déterminer si une augmentation de la proportion des directeurs externes avait une incidence sur l'efficience des activités de charité[18]. Des indices d'efficience technique furent calculés à partir d'une analyse d'enveloppe de données d'un échantillon d'organismes de charité canadiens intéressés aux questions de santé. Les résultats ont permis aux auteurs de conclure que ni l'efficience technique ni l'efficience allocative n'était touchée par la composition du conseil d'administration. Ce résultat pourrait être le reflet d'un manque de motivation et d'engagement de la part des administrateurs externes. Cette situation pourrait aussi indiquer que les gestionnaires qui sont aussi membres du conseil d'administration poursuivent eux-mêmes des objectifs d'efficience ou, du moins, qu'ils leur accordent une importance aussi grande que peuvent le faire les administrateurs externes.

Les coûts de surveillance élevés attribuables à l'absence d'échange d'actions sur le marché, conjugués à un engagement limité des membres du conseil d'administration qui n'obtiennent qu'un rendement purement non monétaire de leur participation aux activités de l'organisme, sont une source de préoccupations pour tous les organismes à but non lucratif, mais il y a aussi quelques situations particulières. Premièrement, les lignes de responsabilité sont plus claires et plus prononcées dans les organismes à caractère mutuel qu'elles ne le sont dans les autres organismes à but non lucratif. Les membres sont les seuls intervenants importants de l'extérieur au sein des organismes mutuels et les élections leur fournissent un moyen d'obliger le conseil d'administration à rendre des comptes. Toutefois, les coûts de transaction et les problèmes relatifs aux

profiteurs dans de grandes organisations peuvent contribuer à réduire l'aptitude des membres à exercer un contrôle effectif sur la gestion de l'organisation. Par ailleurs, le contrôle peut être exercé par un petit sous-ensemble de membres qui possèdent des préférences particulièrement fortes[19].

Deuxièmement, le conseil d'administration est dominé dans certains organismes à but non lucratif par des intervenants qui désirent utiliser l'organisme comme moyen d'expression de leurs idéologies ou philosophies particulières. Ainsi, des groupes religieux organisés ont été à l'origine de l'établissement d'organismes à but non lucratif chargés d'assurer la prestation d'un éventail de services sociaux[20]. Des groupes laïques possédant des convictions précises, tels que ceux qui font la promotion de théories particulières sur le développement de l'enfant, ont aussi exercé une influence sur la création et le fonctionnement d'organismes à but non lucratif[21]. Il ne semble pas que de telles sociétés aient plus de succès que d'autres organismes à but non lucratif sur le plan de l'élimination du gaspillage et des éléments d'inefficience. Mais les conseils d'administration de ces sociétés ont intérêt à embaucher des gestionnaires qui appuient les objectifs de l'organisme. Ils ont aussi à cœur de faire en sorte que des règles et des modes de fonctionnement soient en place pour maintenir les types et les normes de services voulus par les fondateurs de l'organisme.

Caractéristiques du marché

Les indicateurs habituels de rendement sur le marché sont souvent peu utiles pour assurer la surveillance d'organismes à but non lucratif mais, dans certaines circonstances, des données du marché peuvent contribuer à réduire considérablement les coûts de surveillance et de mise en application des directives. La surveillance soulève des problèmes moins sérieux lorsque les organismes à but non lucratif sont soumis à la concurrence du marché ou qu'ils sont régis par des ententes contractuelles qui imposent une discipline rigoureuse aux fournisseurs à but non lucratif.

De façon générale, les organismes sans but lucratif de type mutuel font face à une concurrence limitée dans leur champ d'activités précis. Toutefois, les organisations religieuses locales (c'est-à-dire, les regroupements paroissiaux de fidèles) dans les grands centres urbains constituent un groupe mutuel dont les conditions de fonctionnement se rapprochent de celles d'un club à rendement efficient. Il est difficile de mesurer la production d'institutions religieuses, mais les gens sont à même d'évaluer dans quelle mesure leur groupe paroissial offre les services auxquels ils attachent de l'importance. Dans les centres urbains, les membres des principales confessions religieuses disposent d'un degré raisonnable de choix et les groupements paroissiaux sont tenus d'offrir un ensemble de services à des prix qui se comparent favorablement aux solutions de remplacement disponibles.

Les avantages de la concurrence et du choix ne sont pas disponibles lorsque les églises font partie du secteur public, comme c'est le cas dans certains pays et

comme c'était le cas autrefois en Amérique du Nord. La privatisation de la religion est perçue comme un facteur qui sous-tend la croissance de l'église aux États-Unis et comme la raison principale pour laquelle le secteur des services religieux aux États-Unis est tellement plus important que celui qu'on trouve en Europe[22].

De même, les marchés pour les services offerts par des organismes soit-disant « commerciaux » à but non lucratif sont moins imparfaits dans certains cas que dans d'autres. Le rendement sur le marché est un indicateur plus révélateur lorsque l'asymétrie d'information n'est pas un problème majeur et que les organismes à but non lucratif tirent la majeure partie de leurs recettes de frais aux utilisateurs. Les règles du jeu peuvent ne pas être entièrement les mêmes, mais des mesures de rendement sur le marché peuvent quand même constituer un indicateur utile du succès d'un organisme sur le plan du maintien de la qualité et du contrôle des coûts par rapport aux fournisseurs à but lucratif ou non qui lui font concurrence. Toutefois, ces conditions ne seront probablement réunies que dans un nombre limité de cas; si elles s'appliquent effectivement et que les marchés sont raisonnablement concurrentiels, il est probablement peu justifié que la prestation de services commerciaux soit assurée par des organismes à but non lucratif par opposition à des organismes à but lucratif. Peut-être pour cette raison, les études sur les organismes à but non lucratif ne sont pas très utiles pour évaluer l'influence de la structure du marché sur le rendement. Mais les données empiriques qui font état de l'incidence positive de la concurrence sur le rendement des gouvernements et des sociétés d'État sont révélatrices[23]. Ces études donnent à penser que, dans une situation de concurrence, les problèmes de contrôle liés aux droits de propriété non transférables sont beaucoup plus faciles à solutionner.

L'une des tentatives les plus remarquables visant à injecter des stimulants concurrentiels dans des activités à but non lucratif se déroule dans le secteur des hôpitaux en Angleterre[24]. Dans le cadre des réformes de grande envergure apportées au régime de soins de santé national et à la *Community Care Act* de 1991, les hôpitaux sont en voie d'être transformés en des sociétés de fiducie indépendantes et autogérées qui doivent se faire concurrence pour attirer des clients. Les responsables des services de santé au niveau des districts et les omnipraticiens possédant une vaste clientèle reçoivent des paiements gouvernementaux fondés sur le nombre et les caractéristiques des personnes qui constituent leur clientèle. Ils peuvent utiliser ces fonds pour acheter des services hospitaliers aux conditions les plus favorables possibles. Toutes les répercussions de cette réforme ne sont pas encore connues, mais les auteurs d'une étude récente de l'OCDE (1993, p. 81) ont souligné que des « marchés internes » de ce genre « offrent de vastes possibilités d'affecter les ressources disponibles de façon plus efficace entre les établissements, de réaliser des gains de productivité et d'améliorer l'utilisation de la capacité existante ».

Lorsque le consommateur est un gouvernement, et non des groupes de personnes ou des particuliers, la nature des modalités contractuelles détermine les stimulants pour un rendement efficient. Il peut y avoir moins de raison de

se préoccuper des coûts relativement élevés de la prestation de services par des organismes à but non lucratif, entre autres, si le gouvernement peut concevoir un régime de paiement fondé sur le rendement d'un fournisseur raisonnablement efficient dont les coûts peuvent être utilisés à titre de barème de référence[25]. Par ailleurs, le gouvernement peut être en mesure d'introduire certains des stimulants bénéfiques des marchés concurrentiels en établissant un système d'appels d'offre concurrentiels. Dans ce cas-ci, les résultats peuvent aussi être faussés si les activités des organismes à but non lucratif sont fortement subventionnées par l'intermédiaire des dons reçus et du travail bénévole et qu'on ne tient pas compte de façon adéquate de ces avantages sur le plan des coûts.

Certaines conclusions

En se fondant sur les éléments mis en relief dans la présente section, il semble que certains organismes à but non lucratif offrent de meilleures possibilités que d'autres de réaliser des économies au chapitre des coûts de transaction. En dépit des préoccupations en matière de régie interne que soulèvent les organismes philanthropiques à but non lucratif, ces derniers possèdent un solide avantage comparatif tout simplement parce d'autres types d'organismes ne sont pas en mesure de répondre aux exigences des donateurs. Des organismes sans but lucratif de type mutuel ont aussi tendance à posséder un avantage comparatif important par rapport à d'autres modes organisationnels en ce qui concerne la prestation de certains types de services collectifs. Les modalités de régie interne des organismes mutuels possèdent certaines caractéristiques souhaitables. Il est possible que des membres de grandes organisations ne soient pas en mesure d'affirmer leur autorité de façon efficace, mais il est moins probable dans des organismes mutuels que dans d'autres types d'organismes à but non lucratif que des problèmes de mandat interne ne compromettent les avantages que présente la formule des organismes à but non lucratif. Dans le cas des autres types d'organismes sans but lucratif, des organismes « commerciaux » sans but lucratif et de ceux qui sont financés par le secteur public, les facteurs qui influent sur le mode organisationnel optimal sont plus équilibrés. Il n'est donc pas étonnant de constater que des organismes tant à but lucratif que sans but lucratif assurent la prestation de services d'enseignement postsecondaire, de soins de santé et de divers autres services sociaux.

Les coûts de transaction et le problème du choix organisationnel : Une analyse des centres de soins communautaires et des aéroports

Dans cette section, nous examinons deux organismes à but non lucratif très différents – les centres de soins communautaires et les administrations aéroportuaires – afin de mieux saisir le problème du choix organisationnel.

On a déjà soutenu que, pour que la prestation par des organismes sans but lucratif soit préférable à celle d'organismes à but lucratif, une condition nécessaire (mais non suffisante) était la possibilité de réduire les coûts de surveillance et de mise en application dans certains cas. Il doit y avoir un domaine où l'on peut repérer des possibilités de réduire les coûts externes. Nous allons démontrer que l'application de ce test peut donner des résultats très différents dans les cas des centres de soins communautaires et des administrations aéroportuaires.

CENTRES DE SOINS COMMUNAUTAIRES

LES CENTRES DE SOINS COMMUNAUTAIRES À BUT NON LUCRATIF desservent une petite fraction du marché canadien des soins de santé, mais ils peuvent représenter une solution de remplacement intéressante pour les soins de santé traditionnels payés à l'acte. La notion de centres de soins communautaires est la plus développée au Québec, où un réseau de cliniques de soins de première ligne, connues sous le nom de centre locaux de services communautaires (CLSC), fut créé en 1972 dans le cadre de la réforme gouvernementale des soins de santé et des services sociaux. Il y a maintenant environ 170 CLSC dans la province qui dispensent des soins de première ligne, ainsi que des soins à domicile et un ensemble d'autres services sociaux. Dans d'autres provinces, des centres de soins de santé à but non lucratif ont vu le jour sous l'impulsion d'efforts déployés par des animateurs communautaires. On dénombre environ 50 centres de soins communautaires (CSC) en Ontario et près d'un douzaine dans chacune des provinces du Manitoba et de la Saskatchewan[26].

Tant les CSC que les CLSC sont des organisations autonomes à but non lucratif qui sont dirigées par un conseil d'administration composé d'utilisateurs et d'autres intervenants[27]. En plus de donner une voix au chapitre aux utilisateurs, la formule des CSC et des CLSC permet au personnel non médical, tel que les infirmières et les travailleurs sociaux, d'exercer une influence et de jouer un rôle majeur sur le plan de la prestation des soins de santé. Contrairement aux cliniques privées à but lucratif, les centres de soins sans but lucratif mettent l'accent sur une approche multidisciplinaire en matière de soins de santé. Ils consacrent aussi plus de temps et d'attention aux services de prévention et à la promotion de la santé.

Dans un contexte de régie interne, l'aspect le plus notable des centres de soins sans but lucratif est que les médecins, à l'instar des autres membres du personnel, reçoivent un salaire au lieu d'être rémunérés à l'acte. Cette modification des modalités de rémunération tient compte d'un sérieux problème de mandat dans le cadre des dispositions contractuelles entre les fournisseurs publics de l'assurance-santé et les médecins. Dans un système fondé sur la rémunération à l'acte et un régime public complet d'assurance-santé, ni les médecins ni les patients n'ont intérêt à réaliser des économies sur les services médicaux. En fait, au moment où l'amélioration de la technologie élargit considérablement la portée de l'intervention médicale et que la baisse du ratio

population-médecins menace de réduire la capacité de gains de chacun des médecins, il existe de fortes incitations à augmenter l'usage des services médicaux. Ainsi, le nombre de services médicaux offerts à chaque Canadien s'est accru de 30 p. 100 entre 1977 et 1988. Ces derniers temps, les gouvernements provinciaux ont tenté de faire face au problème, entre autres, en imposant des « contrôles sur l'utilisation » qui obligent les médecins à absorber une partie des coûts d'augmentation des services au-delà d'un seuil établi.

Dans un régime de rémunération fondé sur le salariat, les distorsions dans le système se déplacent et favorisent une diminution de la prestation de services. Les médecins et les autres fournisseurs de soins n'ont aucun intérêt à assurer la prestation d'un niveau de soins au-delà du minimum. Toutefois, à l'instar de la plupart des autres fournisseurs sans but lucratif de biens fiduciaires, les CSC et CLSC ont tendance à être dirigés et à disposer d'une équipe de personnes qui ont à cœur la mission de l'organisation. En d'autres termes, les médecins et les autres travailleurs de la santé ont tendance à avoir un intérêt personnel important sur le plan de la prestation de soins communautaires de haute qualité[28]. De plus, les centres de soins communautaires qui tentent de se tailler une place dans un marché dominé par des fournisseurs de soins rémunérés à l'acte ne pourront pas survivre à moins d'offrir un service de haute qualité. Ces facteurs ont pour effet de réduire le danger qu'un changement dans la nature des dispositions contractuelles entre les fournisseurs publics de l'assurance-santé et les médecins s'accompagne d'une détérioration considérable de la qualité des soins de santé.

Des données empiriques disponibles viennent corroborer l'argument à l'effet que les pertes globales attribuables aux effets externes sont moindres dans le cas des centres de soins communautaires sans but lucratif qu'elles ne le sont dans le cadre de la prestation traditionnelle de services médicaux payés à l'acte. Une étude de groupes jumelés de patients desservis par des centres communautaires et des cliniques privées en Saskatchewan indique notamment que les coûts par habitant des soins de santé étaient de 17 p. 100 moindres pour les patients des cliniques communautaires[29]. Une partie de l'écart des coûts était attribuable à un taux d'utilisation plus faible des hôpitaux par les patients des centres communautaires. Cette observation est conforme aux conclusions d'autres études qui montrent que la rémunération à l'acte tend à être corrélée avec des taux d'utilisation des hôpitaux considérablement plus élevés que ce n'est le cas dans les autres régimes de rémunération[30]. Selon une analyse de la qualité des soins offerts dans six cas-témoins, un centre à but non lucratif de St. Catharines a obtenu un classement supérieur à celui des établissements où l'on utilisait la formule de la rémunération à l'acte[31]. Plusieurs études ont permis de confirmer la qualité relativement élevée des soins médicaux dispensés par les CLSC au Québec[32]. Après avoir recueilli des preuves empiriques de l'efficacité-coût des soins communautaires sans but lucratif par rapport aux soins dispensés selon la formule de la rémunération à l'acte, Angus et Manga (1990) font remarquer qu'ils « n'ont pas trouvé une seule étude qui démontre le contraire ».

La formule des centres de soins communautaires met en relief l'inefficience des modalités contractuelles traditionnelles entre les assureurs publics et les médecins rémunérés à l'acte. Le modèle des établissements à but non lucratif comporte ses propres distorsions sur le plan de la prise de décision, mais celles-ci tendent à se traduire par des coûts de mise en application plus faibles et des pertes considérablement moins élevées. On ne sait pas si le modèle des centres de soins communautaires pourrait être mis en place à l'échelle nationale, mais il constitue une application prometteuse de la solution de remplacement qu'est l'organisme à but non lucratif.

ADMINISTRATIONS AÉROPORTUAIRES CANADIENNES

DANS LE CADRE D'UNE RESTRUCTURATION MASSIVE du système aéroportuaire, l'exploitation des principaux aéroports au Canada est en voie d'être confiée à des sociétés autonomes à but non lucratif, que l'on désigne sous le nom d'administrations aéroportuaires canadiennes (AAC). De telles sociétés fonctionnent déjà à Vancouver, Calgary, Edmonton et Montréal depuis 1992. Selon les plans actuels, des AAC seront établies pour les 26 principaux aéroports au pays, qui interviennent pour environ 94 p. 100 du trafic des passagers sur les vols aériens réguliers au Canada.

À l'instar des autres organismes à but non lucratif, les AAC n'ont aucun actionnaire. Les excédents accumulés doivent être réinvestis dans les installations aéroportuaires. Les aéroports sont dirigés par un conseil d'administration qui comprend des administrateurs nommés surtout, mais non pas exclusivement, par les gouvernements pour représenter les intérêts de la collectivité[33]. Outre les responsabilités qu'il conserve en matière de réglementation de la sécurité aérienne, le gouvernement fédéral maintient avec les AAC des rapports de propriétaire-locataire. Des baux de 60 ans sont négociés et la formule du loyer est conçue de façon à permettre au gouvernement fédéral de partager tout accroissement des recettes brutes au-dessus du seuil projeté dans le scénario de base.

La création des AAC par le gouvernement fédéral a pour but de faire en sorte que les aéroports servent mieux les intérêts de la collectivité, d'améliorer les possibilités de développement économique régional et d'exploiter le système aéroportuaire au pays sur une base plus économiquement efficiente et plus commerciale[34]. Un autre objectif sous-jacent important de cette formule est l'élimination du fardeau financier que constitue l'aide fédérale accordée actuellement aux grands aéroports. On prévoit que les subventions d'exploitation et l'aide fédérale en matière de dépenses d'immobilisations pourront être éliminées d'ici cinq ans.

Les AAC représentent un modèle unique d'exploitation des aéroports. L'application de la formule de l'organisme à but non lucratif est attrayante parce que la prestation de services aéroportuaires par des organismes publics ou des sociétés à but lucratif soulève des problèmes dans les deux cas. La restructuration

actuelle a été motivée en bonne partie par les difficultés auxquelles le gouvernement fédéral a fait face sur le plan de l'exploitation des principaux aéroports canadiens, bien que ces éléments d'inefficience puissent être le résultat non pas tant de la prestation publique proprement dite du service mais plutôt de certaines particularités précises de la politique aéroportuaire fédérale[35]. La prestation du service par des sociétés à but lucratif serait problématique à cause du pouvoir de marché qu'elles placeraient entre les mains d'exploitants privés – quoique ce pouvoir varierait en fonction des services et des aéroports considérés. Sur plan des services offerts aux transporteurs aériens, les aéroports ont un pouvoir de marché plus important en ce qui concerne le trafic direct d'origine et de destination[36], par rapport au trafic de correspondance. Dans leurs rapports avec d'autres entreprises commerciales, les aéroports exercent leur pouvoir de marché le plus important lorsque ceux qui obtiennent une concession exclusive font face à une concurrence limitée provenant d'installations à l'extérieur de l'aéroport. Les aéroports possèdent un degré élevé de pouvoir de marché à l'égard des passagers; étant donné qu'ils établissent des frais d'accès à l'aérogare et aux installations, les aéroports sont dans une situation favorable pour vendre un service dont la demande est relativement inélastique.

Mais la formule de l'organisme sans but lucratif comporte ses propres problèmes. Premièrement, il y a le problème de régie interne habituel qui découle de l'absence de droits de propriété transférables dans les organismes à but non lucratif. Le gouvernement fédéral a tenté de renforcer l'obligation de rendre compte des AAC en imposant diverses exigences. L'aspect peut-être le plus important est l'exigence qu'un examen indépendant de la gestion, du fonctionnement et de la performance financière des AAC soit entrepris à tous les cinq ans. Les exigences en matière de dépôt de rapport et de divulgation publique peuvent contribuer à enrayer certaines formes plus manifestes de gaspillage et d'inefficience, mais elles ne remplacent pas les mécanismes disciplinaires des organismes qui possèdent des droits de propriété transférables. Deuxièmement, dans le contexte du fonctionnement des AAC, le pouvoir de marché des grands aéroports demeure une préoccupation majeure. Il n'y a certes pas d'ayant droit résiduel qui peut profiter de l'exercice du pouvoir de marché, mais il n'y a pas non plus de mécanismes disciplinaires pour faire en sorte que les rentrées de recettes seront investies de façon efficiente. Il y a lieu de croire que la disponibilité d'importantes sources de recettes, conjuguée à l'intérêt des entreprises locales à promouvoir le développement de l'aéroport, créera des pressions en faveur de nouveaux investissements, y compris le lancement de projets possédant des taux de rendement attendus relativement peu élevés.

Une troisième source de préoccupation a trait à ce qu'on pourrait considérer comme le rôle social ou non commercial des AAC. On pourrait juger que des investissements et d'autres activités qui ne satisfont pas à des critères commerciaux sont justifiés dans la mesure où ils permettent à l'aéroport de mieux servir les intérêts de la collectivité locale ou d'améliorer les possibilités de

développement économique régional. Mais, pour souscrire à cet argument, il faut être prêt à accepter que ce qui est essentiellement un pouvoir de décision public soit confié dans une large mesure à des personnes non élues. Des gestionnaires et des administrateurs non élus sont habilités à taxer les utilisateurs de l'aéroport et à décider de quelle façon le produit de ces taxes peut être utilisé pour servir les meilleurs intérêts de la population locale.

À l'instar des centres de soins communautaires, le modèle de l'organisme à but non lucratif a pour effet d'introduire ses propres distorsions dans le processus de prise de décision. Dans le cas des AAC, toutefois, ces distorsions soulèvent des préoccupations au moins aussi importantes que celles qui se rattachent à d'autres modalités organisationnelles. Il est peu probable que le modèle des AAC ne mène à des changements de comportement qui permettront de réaliser des économies évidentes sur le plan des coûts de surveillance et de mise en application, par rapport aux autres options disponibles. Les AAC soulèvent des appréhensions en matière d'établissement de prix monopolistique semblables à celles qui existent dans d'autres exploitations à but lucratif, mais ce coût n'est pas compensé par les avantages que comportent les règles de régie interne des organismes à but lucratif. Les AAC conservent la possibilité de prendre des décisions à caractère non commercial, mais sans être assujetties aux processus de contrôle et de reddition de compte qui existent dans le secteur public.

LES UNIVERSITÉS ET LES PROBLÈMES DE RÉGIE INTERNE DES ÉTABLISSEMENTS SANS BUT LUCRATIF

LES UNIVERSITÉS METTENT EN RELIEF LES PROBLÈMES que suscite l'établissement d'une structure de régie efficace à l'intérieur d'établissements sans but lucratif – notamment les organismes sans but lucratif à caractère complexe. Les difficultés d'évaluer la performance des universités, ainsi que le rôle et l'efficacité des conseils d'administration des universités sont des questions qui ont soulevé beaucoup de préoccupations et de débats.

Les universités sont des organismes sans but lucratif relativement autonomes, constitués à l'instance provinciale, soit en vertu d'une loi générale sur les universités ou par l'obtention d'une charte individuelle. Plusieurs théories ont été avancées pour expliquer le recours au modèle de l'organisme sans but lucratif. Tant Hansmann (1980) que Fama et Jensen (1983*b*) mettent l'accent sur les avantages que présente la formule de l'organisme sans but lucratif pour obtenir des dons. Hansmann (p. 860) considère les dons versés par les anciens étudiants comme un transfert intergénérationnel qui est nécessaire à cause de l'incapacité des étudiants d'emprunter sur leurs gains futurs : ces dons sont « [...] dans une large mesure, simplement un moyen en vertu duquel des générations passées d'étudiants contribuent à financer l'éducation de la génération actuelle d'étudiants ». McCormick et Meiner (1988) insistent sur la difficulté de surveiller la production universitaire et la nécessité d'instituer un système

en vertu duquel les membres du corps professoral sont appelés à évaluer équitablement la recherche et l'enseignement de leurs collègues. Cet objectif sera tout probablement atteint lorsque les membres du corps professoral seront eux-mêmes des ayants droits résiduels exposés à essuyer personnellement des pertes si le système de surveillance en place a pour effet de donner au département une réputation peu enviable.

On a fait appel à divers modèles d'organismes à but non lucratif pour expliquer le comportement des universités. Pour certains, les universités sont des organismes apparentés aux entreprises publiques qui cherchent à atteindre des objectifs de gestion, assujettis à des contraintes de marché et de réglementation[37]. Dans ce contexte, des problèmes de performance surgissent parce que les organismes de réglementation ne possèdent pas les renseignements nécessaires pour instaurer un système d'orientation et de contrôle qui leur permettra d'atteindre leurs objectifs, et que les dirigeants de l'université sont en mesure d'utiliser à leur propre avantage les lacunes existantes dans le cadre réglementaire[38]. Les modèles de l'entreprise publique ne nous aident pas à comprendre pourquoi les organismes publics de réglementation établissent des objectifs pour certaines activités, notamment pour la recherche et l'enseignement, qui sont difficiles à mesurer; ces modèles ne contribuent pas non plus à solutionner les problèmes de contrôle interne des universités.

Les problèmes de contrôle interne sont la préoccupation principale de Fama et Jensen (1983*a*), qui cherchent à comprendre les mécanismes disciplinaires à l'intérieur d'une université dont l'incidence fait contrepoids à l'absence d'un marché externe de prise de contrôle. Ils trouvent la réponse dans la présence d'un conseil de fiduciaires avisé, composé surtout de donateurs et soutenu par des systèmes diffus de prise de décision à l'intérieur des universités. Les fiduciaires, qui ne possèdent pas eux-mêmes de connaissances spécialisées, peuvent se baser sur les renseignements issus de hiérarchies de décision complexes et de systèmes de surveillance réciproque des universités.

Dans une troisième série d'études, des modèles de coopératives gérées par des travailleurs sont utilisés pour essayer d'expliquer le comportement des universités. Dans une entreprise gérée par les travailleurs qui vend des produits négociables, on met l'accent sur la maximisation du revenu net par employé. Des obstacles à l'entrée permettent de réaliser des niveaux de revenu net supérieurs à celui obtenu en situation de concurrence. Dans leur analyse des universités, James et Neuberger (1981) et James (1990) supposent au départ que tous les membres du corps professoral ont la même fonction objective. La possibilité pour les professeurs de retirer des rentes découle du manque de concurrence sur le marché et de la difficulté de surveiller les activités universitaires, ce qui a pour effet de restreindre l'influence des autres intervenants, y compris les administrateurs, les donateurs, les étudiants et les législateurs. Les rentes prennent surtout la forme de distorsions dans la structure de production de l'université. Il y a donc une surproduction des activités que préfèrent les universitaires, notamment la recherche et l'enseignement supérieur, par rapport

au niveau que l'on pourrait observer dans un organisme concurrentiel et déterminé à maximiser son bénéfice. L'université s'adonne à des activités profitables, que la société est disposée à financer, de façon à pouvoir entreprendre des activités qui maximiseront son utilité mais que la société ne sera pas appelée directement à financer en totalité. Comme la fonction d'utilité des professeurs peut varier d'un département à l'autre, la structure de la production (notamment entre l'enseignement et la recherche) peut elle aussi varier d'un département à l'autre.

Les trois modèles sont très stylisés, mais les notions tirées des études portant sur les coopératives de travailleurs semblent être les plus pertinentes pour expliquer le comportement des universités canadiennes. En dépit de leur forte dépendance sur le soutien financier des gouvernements, les universités canadiennes jouissent d'un degré d'autonomie élevé. Elles n'ont pas eu à présenter des données détaillées aux gouvernements pour justifier leurs demandes de financement et elles n'ont pas été tenues de justifier par après leurs dépenses. Même à l'heure actuelle, alors que les universités financées par des fonds publics dans la plupart des pays sont assujetties à de nouvelles exigences en matière de dépôt de rapport et de contrôles, les institutions canadiennes continuent de jouir d'une autonomie considérable[39]. De plus, comme West (1993) l'a souligné, les pressions concurrentielles n'ont pas contribué à restreindre considérablement cette liberté au niveau de la prise de décision[40].

La théorie d'un organisme public de réglementation influent ne s'applique pas très bien aux universités canadiennes, pas plus d'ailleurs que la notion d'un conseil d'administration puissant et autonome. Cameron (1992) a décrit de quelle façon la notion originale de structure de régie bicamérale, qui visait à assurer un équilibre entre l'indépendance de l'université et un contrôle externe des décisions, s'est effondrée pendant les années 60. L'extension de l'influence du corps professoral et l'érosion des pouvoirs du recteur et du conseil des gouverneurs se sont poursuivies pendant la période subséquente de négociations collectives intenses. Les universitaires canadiens ont vu leurs activités soumises à l'évaluation de leurs collègues, mais ce système de contrôle réciproque ne s'est pas doublé d'un régime de surveillance efficace et indépendant comme l'avaient envisagé Fama et Jensen ainsi que d'autres.

On trouve des preuves empiriques pour appuyer l'hypothèse que les modes de régie interne du corps professoral influent sur la qualité des universités dans les travaux effectués aux États-Unis par McCormick et Meiner. Aucune étude comparable n'a été réalisée au Canada, mais certaines données indiquent que la structure de production des universités canadiennes s'écarte de celle qu'on observerait s'il existait de fortes pressions visant à répondre aux préférences des étudiants ou de la société. La Commission d'enquête sur l'enseignement universitaire au Canada (1991, ci-après appelée la Commission Smith) a souligné que les publications de recherche sont plus importantes que l'excellence de l'enseignement dans les universités canadiennes. Dans une certaine mesure, la recherche et l'enseignement sont des activités qui se renforcent

réciproquement mais, comme l'Association des universités et des collèges du Canada (AUCC) l'a elle-même signalé dans un rapport de groupe de travail (1992, p. 2), le système de stimulants dans les universités canadiennes favorise indûment la recherche dans certains cas. Par ailleurs, les universités ont fait face à la hausse des inscriptions surtout en augmentant le nombre d'étudiants par classe et en embauchant des enseignants à temps partiel, y compris des adjoints à l'enseignement. On a tenté d'éviter d'augmenter le nombre d'heures d'enseignement régulier des professeurs à temps plein même si, comme la Commission Smith l'a souligné (p. 55), la qualité de l'enseignement universitaire est compromise lorsque les universités permettent aux chercheurs actifs de ne consacrer qu'un nombre très limité d'heures à l'enseignement et qu'elles les remplacent par des chargés de cours à temps partiel. La Commission Smith a aussi noté que la pratique de demander aux professeurs les plus expérimentés et les plus réputés d'un département de donner des cours d'introduction aux commençants – une pratique dont le bien-fondé est confirmé par des études traitant de l'importance des premiers contacts de l'étudiant avec une discipline nouvelle – est de moins en moins répandue. La Commission attribue ce changement à la préférence exprimée par les professeurs expérimentés à donner des cours plus avancés aux étudiants de deuxième et de troisième cycle.

Il faut interpréter ces conclusions avec prudence et tenir compte des différences importantes observées aussi bien entre les universités qu'à l'intérieur des universités, mais elles font état d'un sentiment général de malaise à l'égard des modes de régie interne des universités canadiennes. C'est pour cette raison que l'on recherche maintenant de nouveaux mécanismes qui permettront de renforcer l'obligation de rendre compte de ces importants organismes à but non lucratif.

Renforcer l'obligation de rendre compte des organismes sans but lucratif

Des propositions visant à renforcer l'obligation de rendre compte ont mis l'accent sur l'intensification de la concurrence sur les marchés des services à but non lucratif, l'élargissement de l'indépendance et du rôle du conseil d'administration, l'obligation d'avoir recours à des examens indépendants des modes de gestion et l'imposition de mesures plus rigoureuses en matière de présentation de rapports. Il n'existe pas de solution évidente aux problèmes de régie interne des organismes à but non lucratif, mais certaines initiatives récentes offrent des perspectives prometteuses. Le secteur public, tant dans son rôle de fournisseur important de fonds pour les organismes sans but lucratif que dans celui d'acheteur majeur de services à but non lucratif, conjugué à ses responsabilités pour la mise en place du cadre légal régissant la prestation de services à but non lucratif, contribue à la promotion d'une meilleure régie interne des organismes sans but lucratif.

Dans le cas des services financés par le gouvernement pour lesquels les problèmes d'information du consommateur ne sont pas assez sérieux pour compromettre le fonctionnement des marchés, de nouvelles modalités de financement qui ont pour effet de renforcer les forces concurrentielles peuvent constituer une solution de remplacement intéressante. Les efforts déployés au Royaume-Uni en vue d'assujettir la prestation des services hospitaliers aux mécanismes de la concurrence méritent d'être suivis. Au Canada, le désir de renforcer la concurrence entre les universités est en partie à l'origine des propositions récentes en matière de modalités de financement nouvelles qui auraient pour effet d'obliger les étudiants à absorber une proportion plus élevée de leurs coûts de scolarité. On cherche ainsi à faire des étudiants des « acheteurs » plus judicieux et à créer des stimulants financiers plus puissants pour inciter les universités à adapter leurs services aux besoins des étudiants. Une extension des programmes de prêts publics et des programmes de prêts en fonction des revenus peut contribuer à faire en sorte que des frais de scolarité plus élevés ne restreignent pas l'accès à l'enseignement supérieur. Par ailleurs, des modalités de financement distinctes, qui comprendraient aussi des stimulants de type concurrentiel, pourraient être instaurées en vue de soutenir les activités de recherche des universités[41].

Lorsqu'ils utilisent leur influence en tant que pourvoyeur de fonds pour renforcer la responsabilisation, les gouvernements doivent respecter l'autonomie des organismes à but non lucratif. Les universités, comme la plupart des autres organismes à but non lucratif, doivent disposer d'une marge d'autonomie importante pour s'acquitter efficacement de leurs responsabilités. Les gouvernements doivent aussi respecter les intérêts des autres donateurs qui contribuent à une part importante des recettes et qui sont des intervenants majeurs dans plusieurs types d'organismes à but non lucratif. Il est possible que d'autres intervenants soient dissuadés de contribuer et de participer s'ils perçoivent que des efforts sont déployés en vue de transformer des organismes sans but lucratif avec lesquels ils sont associés en un instrument de politiques publiques.

Tout en respectant ces contraintes, les gouvernements peuvent utiliser leur influence afin de s'assurer que les organismes à but non lucratif possèdent un système interne adéquat de reddition de compte et de contrôle ainsi qu'un système approprié de présentation de rapport. À l'instar des autres principaux pourvoyeurs de fonds, les gouvernements doivent s'assurer que les objectifs des organismes à but non lucratif qu'ils soutiennent méritent leur appui et que la poursuite de ces objectifs se fait de façon efficace. Par conséquent, on devrait inciter tout organisme sans but lucratif à se doter d'un système de présentation de rapport qui établit clairement les objectifs poursuivis et qui permet d'évaluer la progression de l'organisme vers l'atteinte de ces objectifs.

Manifestement, la mise au point d'indicateurs pertinents de rendement pour certains des services offerts par les organismes à but non lucratif soulève un défi majeur. Des mesures qui ne tiennent compte que d'une partie des caractéristiques pertinentes d'un service peuvent être très trompeuses. Elles peuvent

aussi donner de fausses indications et inciter les fournisseurs à mettre l'accent sur les aspects mesurables au détriment des dimensions non mesurables. Néanmoins, la mise au point de mesures de rendement pertinentes a fait des progrès, même dans le cas de services aussi complexes que l'enseignement post-secondaire[42]. En réalité, la mise au point d'indicateurs de performance est un processus à long terme, qui met en cause un mécanisme continu de réévaluation et de perfectionnement.

En plus d'envisager une réforme du mode de financement public des activités à but non lucratif, il faut considérer de quelle façon des politiques-cadres peuvent être utilisées pour encourager l'instauration d'un système amélioré de régie interne des organismes à but non lucratif. La législation fédérale pertinente – la *Loi sur les corporations canadiennes* (LCC), partie II – n'a pas fait l'objet d'une révision en profondeur depuis sa promulgation en 1934. La LCC établit un ensemble de règles moins détaillé que celui contenu dans la *Loi sur les sociétés par actions* (LSA), qui s'applique aux sociétés à but lucratif, et elle confère des pouvoirs discrétionnaires plus étendus au Ministre d'Industrie Canada, qui doit approuver tous les règlements déposés par les sociétés à but non lucratif.

Dans le contexte de la régie d'entreprise, l'absence de dispositions dans la LCC précisant ceux à qui l'organisme est redevable est une omission qui suscite des préoccupations. Cette législation ne comprend rien de comparable aux dispositions de la LSA, qui ont but de soutenir les propriétaires de sociétés à but lucratif dans l'exercice de leurs droits. La détermination des principes ultimes dans les organismes à but non lucratif peut être une question complexe, mais des règles raisonnables peuvent être établies pour déterminer ceux qui sont des intervenants importants en se fondant sur leur apport à l'organisme. Un régime légal semblable à celui qui s'applique aux organismes à but lucratif permettrait de préciser un processus par lequel le statut de membres serait accordé aux intervenants admissibles et les droits des membres seraient clarifiés. Les changements législatifs nécessaires pour mettre en œuvre de telles réformes méritent d'être considérés. Une loi-cadre plus efficace pour les organismes à but non lucratif pourrait contribuer à alléger considérablement les problèmes de régie d'entreprise actuels.

CONCLUSIONS

LA RÉGIE INTERNE DES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF est une question importante parce que ces organismes constituent une composante importante de l'économie canadienne. Un groupe nombreux et diversifié d'organismes est assujetti à une contrainte de non-répartition. Selon certaines estimations, la production des organismes de charité (un sous-ensemble des organismes à but non lucratif) intervient à elle seule pour 10 p. 100 du PIB.

Les organismes à but non lucratif peuvent être un mode organisationnel efficient dans certaines circonstances – notamment lorsqu'il y a des défaillances

considérables sur le plan du fonctionnement des marchés privés et politiques. Les organismes à but non lucratif peuvent être préférables au secteur public pour la prestation de biens collectifs, parce qu'ils sont mieux en mesure de répondre aux besoins précis de divers sous-groupes de la population. Par ailleurs, les organismes sans but lucratif peuvent offrir des avantages par rapport aux organismes à but lucratif pour la prestation de certains services sur le marché, parce qu'ils permettent de réduire le risque de certaines formes de comportement opportuniste. Dans certains cas (plus particulièrement dans celui des activités philanthropiques), la prestation par des organismes à but non lucratif peut être la seule solution raisonnable. Dans la plupart des cas, toutefois, le caractère souhaitable du recours à des organismes sans but lucratif est fonction d'un équilibre délicat entre des économies réalisées sur le plan des coûts de transaction dans certains domaines et des hausses de coûts de mise en application dans d'autres. Cette analyse est quelque peu semblable à l'évaluation que les entreprises doivent faire pour déterminer si elles peuvent réaliser des économies sur les coûts de transaction en internalisant certaines activités de marché.

L'incitation à améliorer l'efficience administrative est généralement plus faible dans les organismes sans but lucratif que dans ceux à but lucratif. Dans une certaine mesure, ces problèmes de régie interne compromettent l'aptitude des organismes à but non lucratif à s'acquitter de façon efficiente d'activités qui sont mal adaptées à d'autres types d'organismes. Ces problèmes sont généralement moins sérieux lorsque la surveillance est assurée par un conseil d'administration élu et qu'une structure de marché compétitive a pour effet de réduire les coûts et la difficulté d'évaluer le rendement des organismes à but non lucratif. La régie interne constitue un problème moins sérieux dans les organismes mutuels à but non lucratif. Elle soulève toutefois beaucoup plus de préoccupation dans les organismes commerciaux à but non lucratif et dans ceux dont le financement provient du secteur public; dans ces cas, la relation d'arbitrage entre les gains et les pertes attribuables à l'utilisation d'organismes à but non lucratif par rapport à d'autres formes organisationnelles nécessite une évaluation soignée.

Nous avons appliqué ces notions à une analyse du rôle des organismes sans but lucratif dans deux domaines très différents – les centres de soins de santé et les aéroports. Les données empiriques disponibles donnent à penser que, bien que les centres de soins communautaires ne représentent qu'une petite fraction des services de soins de santé, cette forme d'innovation organisationnelle a connu un succès relatif. À l'instar de la plupart des autres applications réussies du modèle de l'organisme à but non lucratif, des gains furent réalisés parce que la nouvelle formule (et le changement qu'elle a apporté dans le mode de rémunération des médecins) a eu pour effet de modifier de façon fondamentale la structure des stimulants des fournisseurs de services. La période de temps n'est pas suffisamment longue pour nous permettre d'évaluer la performance globale des administrations aéroportuaires canadiennes, mais il est

néanmoins difficile de déterminer l'apport que la formule de l'organisme sans but lucratif peut faire à la prestation de services aéroportuaires. Il faut se demander à nouveau si la prestation de ces services par un organisme à but non lucratif peut contribuer à établir une structure de stimulants supérieure à celle que l'on peut obtenir par l'intermédiaire d'un organisme public ou d'une société à but lucratif.

Les centres de soins communautaires et les administrations aéroportuaires nous permettent de tirer certaines conclusions sur l'utilisation de la formule des organismes à but non lucratif, mais l'examen des universités illustre quelque peu les problèmes de régie interne que soulèvent les organismes à but non lucratif, notamment des organismes de ce genre à caractère complexe. Les modèles en vertu desquels on compare les universités à des coopératives gérées par des travailleurs semblent avoir une certaine pertinence dans le contexte canadien. Dans les universités, comme dans tous les autres organismes à but non lucratif, il faut se donner des mécanismes visant à renforcer l'obligation de rendre compte sans compromettre l'autonomie dont ces organismes ont besoin pour remplir leur rôle. Dans certains cas, il y aurait peut-être lieu de raffermir les forces concurrentielles afin de rendre les organismes à but non lucratif plus redevables envers leurs clients. Une réforme du droit des sociétés pourrait contribuer à rendre les organismes sans but lucratif plus redevables envers des intervenants importants. De même, on devrait encourager les organismes sans but lucratif à mettre au point un système de présentation de rapports qui servirait à démontrer aux intervenants qu'ils sont des intermédiaires efficients pour satisfaire à des objectifs légitimes de la société.

NOTES

1 Tuckman et Chang (1992) supposent que les administrateurs d'organismes sans but lucratif ont un intérêt à accumuler des surplus parce qu'ils peuvent ainsi élargir leur marge de manœuvre sur le plan de la gestion et que le fait de réaliser des excédents est souvent considéré en soi comme un indicateur de performance. Les données vérifiées par les auteurs tendent à appuyer leur hypothèse.

2 Les estimations du coût d'opportunité du temps des hommes et des femmes furent tirées de l'étude de Chandler (1993). Les gains horaires bruts et non les gains nets furent utilisés puisque l'accent portait sur le coût d'opportunité sociale et non sur celui des particuliers.

3 Par exemple, Ross (1990) a calculé que la valeur du temps des bénévoles n'atteignait que 13,2 milliards de dollars en 1990. Il a obtenu cette estimation en appliquant un niveau de salaire moyen dans le secteur des services à une estimation du temps de travail des bénévoles tirée d'une enquête de Statistique Canada pour 1986-1987.

4 La nécessité d'une prestation par des organismes à but non lucratif est moins importante dans la mesure où les responsabilités de la prestation de service peuvent être attribuées à des gouvernements locaux et que les personnes peuvent se regrouper dans des collectivités relativement homogènes. Mais il faut se rappeler que la plupart des différences sur le plan des valeurs individuelles et des préférences dépassent les frontières géographiques.

5 On doit cet argument à Williamson (1983).

6 Je fais une distinction entre une démarche « normative », qui comporte une évaluation des activités entreprises par les organismes à but non lucratif, et une démarche « positive », qui a pour objet d'expliquer pour quelle raison les organismes à but non lucratif existent. Les théories de la réglementation font partie de cette dernière catégorie, bien que leurs conclusions aient des répercussions normatives.

7 Elles se distinguent des critères de classification utilisées dans la première partie de l'étude, puisque les organismes à but non lucratif au service du grand public furent répartis en fonction de leur principale source de financement. Les organismes à but non lucratif inclus dans la catégorie « commerciale » sur la base de leur financement se consacrent dans une large mesure à la prestation de biens « fiduciaires ». Les organismes sans but lucratif dont le financement provient en grande partie du secteur public assurent la prestation de biens « fiduciaires » et de biens « philanthropiques ». Il en est ainsi parce que, dans certains cas, le secteur public est confronté à des problèmes contractuels semblables à ceux des donateurs individuels.

8 Pour qu'une prestation soit efficiente, il faut que les clubs soient de taille optimale. Pour des « biens publics imparfaits » qui sont l'objet d'effets d'éviction, la taille optimale correspond à une situation où le coût d'admettre un membre supplémentaire est égal au coût moyen de prestation du bien public. Buchanan (1965) a montré qu'il est possible d'arriver à une division optimale des clubs dans la mesure où le nombre total des consommateurs dans l'économie est un multiple de la taille optimale d'un club.

9 L'opéra comporte des aspects de consommation concurrentielle – notamment le siège pour assister à une représentation. Étant donné que l'opéra a un caractère exclusif (contrairement à certains biens publics) et qu'il possède des composantes tant concurrentielles que non concurrentielles, on pourrait le considérer comme un « bien mixte ». Hansmann (1980) est celui qui, le premier, a reconnu le rôle possible des organismes à but non lucratif en matière de prestation de biens mixtes.

10 Cette question est analysée dans l'étude de James et Rose-Ackerman (1986). L'objectif vise à créer des avantages psychiques pour les donateurs auxquels les profiteurs n'ont pas accès.

11 Le secteur hospitalier est une exception. Les données empiriques, qui proviennent surtout des États-Unis, n'indiquent pas que les hôpitaux de

propriété privée et à but lucratif fonctionnent de façon plus efficiente que les hôpitaux à but non lucratif, mais cette conclusion peut être attribuée au caractère unique des stimulants dans ce secteur – notamment à des systèmes de paiements qui ont permis à des hôpitaux à coûts élevés et à but lucratif aux États-Unis de faire des bénéfices élevés. Voir, par exemple, Stoddart et Labelle (1985).

12 Caswell et Cleverly (1983).

13 Knapp (1989).

14 Greb et coll. (1994).

15 Norton (1992*a*).

16 Cette question est soulevée dans l'étude de Posnett et Sandler (1988).

17 Par contre, des organismes à but non lucratif qui servent à faciliter les transferts d'un seul donateur ou d'un nombre limité de grands donateurs ont tendance à avoir des mandats plus vastes et à comporter une marge discrétionnaire élevée pour les fiduciaires.

18 Fama et Jensen (1983*a*) ont fait état de l'importance des directeurs externes, mais c'est à Williamson (1983) que revient le crédit d'avoir proposé le test empirique.

19 Ben-Ner (1986) a mis au point un modèle dans lequel des membres qui possèdent de fortes préférences jouent un rôle dominant dans l'organisation et contribuent à la détermination de prix et de produits qui ne reflètent pas les intérêts de la majorité des membres.

20 Estelle James analyse cette question dans ses « Comments » publiés dans l'ouvrage de Rose-Ackerman (1986), chapitre 8.

21 Rose-Ackerman (1983) examine l'application de cette notion au secteur des garderies.

22 Olds (1994).

23 Par exemple, Donahue (1989), Vickers et Yarrow (1991), et Borins et Boothman (1985).

24 La plupart des hôpitaux aux États-Unis sont des organismes commerciaux à but non lucratif, mais Hansmann soutient que la justification habituelle pour appliquer la formule de l'organisme sans but lucratif à des activités commerciales ne tient pas dans le cas des hôpitaux. Les services offerts par les hôpitaux ont surtout un caractère courant (gîte et couvert, tests de laboratoire, soins infirmiers) et ils sont vendus aux médecins et non aux patients. Par conséquent, la formule organisationnelle à but non lucratif n'est pas nécessaire pour assurer une protection aux consommateurs vulnérables. On attribue le recours à ce mode organisationnel dans le secteur des hôpitaux à des facteurs historiques et à l'influence des médecins qui ont été bien servis par l'organisation des services hospitaliers.

25 Toutefois, des caractéristiques contractuelles innovatrices peuvent avoir des effets différents. Comme nous l'avons signalé dans le cadre de l'analyse des « biens fiduciaires », l'un des résultats pourrait être d'apaiser les craintes que suscite la conclusion de contrat avec des fournisseurs à but

lucratif. Il est possible que la mise au point de modalités et de mécanismes contractuels nouveaux ne se traduise pas par un recours plus poussé à la formule de l'organisme à but non lucratif.

26 Les données sont tirées de l'ouvrage de Rachlis et Kushner (1994).

27 La composition des conseils d'administration des CLSC est prévue dans la législation. Chaque conseil doit être constitué de cinq représentants élus par la population de la région desservie par le CLSC, deux représentants gouvernementaux possédant des compétences spécialisées et désignés par d'autres représentants gouvernementaux, un représentant élu de chacun des trois groupes professionnels qui forment le personnel des CLSC (personnel médical, clinique et de soutien), un membre de la fondation subventionnaire (le cas échéant), un représentant d'un centre d'accueil connexe et le directeur, qui n'a pas le droit de vote.

28 Comme le confirment les résultats d'études portant sur les médecins au Québec, il existe des différences majeures sur le plan des attitudes et des styles de pratique entre les médecins des CLSC et les médecins rémunérés à l'acte. Voir Pineault et coll. (1991).

29 Ministère de la Santé de la Saskatchewan (1983).

30 Par exemple, Evans (1984).

31 Birch et coll. (1990).

32 Des études indiquent que les CLSC fournissent des soins de meilleure qualité aux patients qui souffrent de maux de tête, des programmes plus complets d'immunisation des enfants, un dépistage plus adéquat du cancer et de meilleurs services de prévention du cancer. Les données sont analysées dans les ouvrages de Angus et Manga (1990) et de Rachlis et Kushner (1994).

33 Les conseils doivent comprendre au moins un représentant du monde des affaires, un représentant des milieux syndicaux et un représentant des intérêts des consommateurs. Afin de renforcer l'indépendance des AAC à l'égard du gouvernement, il est strictement interdit que des personnes élues et des fonctionnaires fassent partie du conseil d'administration.

34 Selon le rapport du gouvernement canadien intitulé « Le futur cadre de gestion des aéroports canadiens », avril 1987.

35 Cette question est analysée dans l'ouvrage de Hirshhorn (1992).

36 Le trafic d'origine et de destination est beaucoup plus important que le trafic de correspondance dans les grands aéroports canadiens. Des données pour 1989 indiquent que, même à l'aéroport Pearson – la plaque tournante principale du trafic de correspondance au Canada –, le trafic d'origine et de destination intervenait pour près de 70 p. 100 du total des embarquements et des débarquements de passagers à ce terminus aérien. Par contre, à l'aéroport international Hartsfield d'Atlanta – un centre de correspondance majeur aux États-Unis –, le trafic d'origine et de destination ne représentait, selon les estimations, que 30 p. 100 du trafic total. Données tirées de Hirshhorn (1992).

37 Cave, Dodsworth et Thompson (1992) soutiennent que l'application des modèles de l'entreprise publique est la meilleure façon d'expliquer le fonctionnement des universités au Royaume-Uni.
38 De tels modèles sont analysés par Bos (1988).
39 Watts (1992) analyse la question de l'autonomie des universités canadiennes par rapport à des universités financées à même les fonds publics dans d'autres pays.
40 West cite l'établissement de prix uniforme comme un symptôme de l'absence de compétitivité. Il fait remarquer qu'un système compétitif serait caractérisé tant par des réductions de droits de scolarité en raison d'une efficience accrue que par des hausses de frais d'inscription lorsque des cours nouveaux et coûteux sont lancés pour répondre à la demande.
41 Comme nous l'avons souligné plus tôt, la recherche et l'enseignement sont des tâches qui se complètent. Cette situation n'empêche pas la mise en place de modalités de financement distinctes mais elle accentue la difficulté d'établir une distinction entre les coûts de la recherche et ceux de l'enseignement.
42 Davies (1992) présente une description des efforts déployés pour surveiller la performance des universités au Royaume-Uni. Cave et Weale (1992) présentent une analyse des tentatives visant à mesurer la valeur ajoutée des établissements d'enseignement; à cette fin, les auteurs ont tenté d'évaluer la différence sur le plan des connaissances et des aptitudes des étudiants entre le moment de leur entrée dans un établissement d'enseignement et le moment de leur sortie.

Remerciements

L'AUTEUR TIENT À REMERCIER Bruce Chapman, Ron Daniels, Randall Morck et Robert Weist pour leurs commentaires utiles.

Bibliographie

Angus, D. E. et P. Manga, « Co-op/Consumer Sponsored Health Care Delivery Effectiveness », étude préparée pour la Canadian Co-operative Association, août 1990.

Association des universités et des collèges du Canada – Groupe de travail, « Rapport de la Commission d'enquête sur l'enseignement universitaire au Canada », Ottawa, 1992.

Ben-Ner, A., «Non-Profit Organizations: Why Do They Exist in Market Economies? », dans l'ouvrage préparé sous la direction de S. Rose-Ackerman, *The Economics of Nonprofit Institutions*, Oxford University Press, New York, 1986.

Birch, S., J. Lomas, M. Rachlis et J. Abelson, « HSO Performance: A Critical Appraisal of Current Performance », CHEPA Working Paper 90-1, Centre for Health Economics and Policy Analysis, Université McMaster, 1990.

Borins, S. F. et B. E. Boothman, « Crown Corporations and Economic Efficiency », dans l'ouvrage préparé sous la direction de D. G. McFetridge, *Canadian Industrial Policy in Action*, University of Toronto Press, Toronto, 1985.

Bos, D., « Recent Theories in Public Enterprise Economics », *European Economic Review*, vol. 32, 1988.

Buchanan, J. M., « An Economic Theory of Clubs », *Economica*, vol. 33, février 1965.

Cameron, D. M., « Institutional Management: How Should the Governance and Management of Universities in Canada Accommodate Changing Circumstances? », dans l'ouvrage préparé sous la direction de J. Cutt et R. Dobell, *Public Purse, Public Purpose: Autonomy and Accountability in the Groves of Academe*, Institut de recherche en politiques publiques, Halifax, 1992.

Caswell, R. et W. Cleverly, « Cost Analysis of the Ohio Nursing Home Industry », *Health Services Research*, vol. 18, automne 1983.

Cave, M., R. Dodsworth et D. Thompson, « Regulatory Reform in Higher Education in the U.K.: Incentives for Efficiency and Product Quality, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, nº 2, 1992.

Cave M. et M. Weale, « The Assessment of Higher Education: The State of Play », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, 1992.

Chandler, W., « La valeur du travail ménager au Canada », Statistique Canada, nº 13-001 au catalogue, quatrième trimestre, Otawa, 1993.

Commission d'enquête sur l'enseignement universitaire au Canada, *Rapport*, Ottawa, 1991.

Davies, K., « Monitoring Performance in U.K. Univetsities », dans l'ouvrage préparé sous la direction de J. Cutt et R. Dobell, *Public Purse, Public Purpose*, Institut de recherche en politiques publiques, Halifax, 1992.

Donahue, J. D., *The Privatization Decision: Public Ends, Private Means*, Basic Books, New York, 1989.

Douglas, J., *Why Charity?*, Sage Publications, Beverly Hills (Cal.), 1983.

_____, « Political Theories of Nonprofit Organization », dans l'ouvrage préparé sous la direction de W. W. Powell, *The Nonprofit Sector*, Yale University Press, New Haven, 1987.

Evans, R. G., *Strained Mercy: The Economics of Canadian Health Care*, Butterworths, Toronto, 1984.

Fama, E. F. et M. C. Jensen, « Separation of Ownership and Control », *The Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin 1983*a*.

_____, « Agency Problems and Residual Claims », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin 1983*b*.

Furubotn, G. F. et S. Pejovich, « Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature », *Journal of Economic Literature*, décembre 1972.

Greb, J., L. W. Chambers, A. Gafni, R. Goeree et R. Labelle, « Interprovincial Comparisons of Public and Private Sector Long-Term Care Facilities for the Elderly in Canada », *Analyse de politiques*, vol. 20, 1994.

Hansmann, H., « The Role of Nonprofit Enterprise », *Yale Law Journal*, vol. 89, 1980.

Hirshhorn, R., « The Ownership and Organization of Transportation Infrastructure – Roads and Airports », *Rapport de recherche nº 13*, Commission royale sur le transport des voyageurs au Canada, 1992.

James, E., « Decision Processes and Priorities in Higher Education », dans l'ouvrage préparé sous la direction de S. A. Hoenack et E. L. Collins, *The Economics of American Universities*, State University of New York Press, Albany (N.Y.), 1990.

James, E. et E. Neuberger, « The University Department as a Non-Profit Labour Co-operative », *Public Choice*, vol. 36, 1981.

James, E. et S. Rose-Ackerman, *The Nonprofit Enterprise in Market Economics*, Harwood, New York, 1986.

Knapp, M., « Intersectoral Differences in Cost Effectiveness: Residential Child Care in England and Wales », dans l'ouvrage préparé sous la direction de E. James, *The Nonprofit Sector in International Perspective*, Oxford University Press, New York, 1989.

Mark, T. L., « Nonprofit Ownership as a Response to Market Failure in the Provision of Psychiatric Care », document de travail, Office of Technology Assessment, Washington, 1993.

McCormick, R. E. et R. E. Meiner, « University Governance: A Property Rights Perspective », *Journal of Law and Economics*, vol. 31, octobre 1988.

McManus, J. C., « The Costs of Alternative Economic Organizations », *Revue canadienne d'économique*, vol. 8, août 1975.

Ministère de la Santé de la Saskatchewan, *Community Clinic Study*, Policy Research and Management Services Branch, Regina, 1983.

Ministère des Services communautaires et correctionnels du Manitoba, « A Brief Submitted to the Special Committee on Child Care by the Government of Manitoba », Winnipeg, juin 1986.

Norton, E. C., « Incentive Regulation of Nursing Homes », *Journal of Health Economics*, vol. 11, 1992.

OCDE, *Gérer avec les mécanismes de type marché* », OCDE, Paris, 1993.

O'Hagan, J. et M. Purdy, « The Theory of Non-Profit Organisations: An Application to a Performing Arts Enterprise », *The Economic and Social Review*, vol. 24, janvier 1993.

Olds, K., "Privatizing the Church: Disestablishment in Connecticut and Massachusetts », *Journal of Political Economy*, vol. 102, 1994.

Pineault, R. et coll., « Characteristics of Physicians Practicing in Alternate Primary Care Settings: A Quebec Study of Local Community Center Physicians », *International Journal of Health*, vol. 21, 1991.

Posnett, J. et T. Sandler, « Transfers, Transaction Costs and Charitable Intermediaries », *International Review of Law and Economics*, vol. 8, décembre 1988.

Quarter, J., *Canada's Social Economy*, James Lorimer & Company, Toronto, 1992.

Rachlis, M. et C. Kushner, *Strong Medicine*, Harper Collins Publishers Ltd., Toronto, 1994.

Rose-Ackerman, S., « Unintended Consequences: Regulating the Quality of Subsidized Day Care », *Journal of Policy Analysis and Management*, vol. 3, automne 1983.

_____, *The Economics of Nonprofit Institutions*, ouvrage collectif, Oxford University Press, New York, 1986.

Ross, D. P., *Dimensions économiques du travail bénévole au Canada*, Secrétariat d'État, Ottawa, 1990.

Seibel, W., « Government-Nonprofit Relationships in a Comparative Perspective: The Cases of France and Germany », dans l'ouvrage préparé sous la direction de K. D. McCarthy, V. A. Hodgkinson, R. D. Sumariwalla et coll., *The Nonprofit Sector in the Global Community*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco, 1992.

Sharpe D., *A Portrait of Canada's Charities*, Centre canadien pour la philanthropie, Toronto, 1994.

Stoddart, G. L. et R. J. Labelle, *Privatisation dans le système canadien de soins de santé*, étude préparée pour Santé et Bien-être Canada, Approvisionnements et Services Canada, Ottawa, 1985.

Tuckman, H. P. et C. F. Chang, « Nonprofit Equity: A Behavioral Model and Its Policy Implications », *Journal of Policy Analysis and Management*, vol. 11, nº 1, 1992.

Vickers J. et G. Yarrow, « Economic Perspectives on Privatization », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, nº 2, 1991.

Watts, R., « Universities and Public Policy », dans l'ouvrage préparé sous la direction de J. Cutt et R. Dobell, *Public Purse, Public Purpose*, Institut de recherche en politiques publiques, Halifax, 1992.

Weisbrod, B. A., « Toward A Theory of the Voluntary Nonprofit Sector in a Three-Sector Economy », dans l'ouvrage préparé sous la direction de E. Phelps, *Altruism, Morality and Economic Theory*, Russell Sage Foundation, New York, 1975.

_____, *The Nonprofit Economy*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1988.

Weisbrod, B. A. et M. Schlesinger, « Public, Private, Nonprofit Ownership and the Response to Asymmetric Information: The Case of Nursing Homes », dans l'ouvrage préparé sous la direction de S. Rose-Ackerman, *The Economics of Nonprofit Institutions*, Oxford University Press, New York, 1986.

West, E. G., « Higher Education and Competitiveness », Projet sur le secteur public et la compétitivité, Document nº 93-26, École des études en politiques publiques, Université Queen's, Kingston, 1993.

Williamson, O. E., « Organizational Form, Residual Claimants, and Corporate Control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, juin 1983.

Michael J. Trebilcock
Faculté de droit
Université de Toronto

Commentaire sur la sixième partie
La régie d'entreprise et l'éducation des travailleurs : Un autre point de vue

DANS CETTE ÉTUDE, ALICE NAKAMURA, John Cragg et Kathleen Sawyers font un examen utile des points de vue divergents des employeurs, des travailleurs et du public sur des questions comme celles-ci : quels aspects des connaissances des travailleurs devrions-nous développer ou améliorer; dans quels groupes de travailleurs devrait-on investir davantage; ou encore, quelles sont les solutions préférées sur le plan des politiques pour intégrer les améliorations et les investissements accrus souhaités dans la formation des travailleurs. Il n'est pas étonnant de constater que les auteurs en arrivent à la conclusion que si les employeurs préféreraient avoir à leur emploi des travailleurs mieux formés, ils aimeraient mieux ne pas avoir à absorber eux-mêmes les coûts de la prestation de la formation requise ou à financer la formation externe par des moyens tels que les impôts sur la masse salariale. À l'opposé, les travailleurs de nombreuses industries exposés à un degré plus élevé d'insécurité d'emploi qu'auparavant souhaiteraient avoir accès à de meilleures possibilités de formation professionnelle, aux frais de quelqu'un d'autre. Le public contribuable, pour sa part, est manifestement intéressé à ce que tout programme de formation professionnelle financé à même les deniers publics soit dispensé de la façon la plus efficiente possible. Nakamura et coll. décrivent aussi correctement, du moins pour les formes les plus générales de capital humain, une lacune propre au marché de la formation et de l'éducation. Comme groupe, les employeurs sont incités à sous-investir dans la formation de leur main-d'œuvre, étant donné l'inclination des autres employeurs à embaucher des travailleurs déjà formés et, ainsi, à profiter gratuitement des investissements en formation faits par les employeurs antérieurs.

Je crois aussi que les auteurs ont raison d'exprimer un certain scepticisme envers deux mesures de politique publique qui sont habituellement préconisées pour résoudre ce problème.

La première mesure est celle des impôts ou des subventions de formation qui visent les employeurs. Ici, la préoccupation des auteurs est qu'il est pratiquement impossible de définir ce qu'un employeur doit faire pour être admissible à une exemption de l'impôt de formation ou pour obtenir une subvention, ce

qui engendre un risque élevé d'opportunisme de la part des employeurs et/ou des coûts de surveillance importants pour les organismes publics chargés d'administrer ces programmes.

La deuxième mesure concerne les changements au niveau de la régie d'entreprise qui visent à imposer la représentation des travailleurs au conseil d'administration, en invoquant l'argument que cela sensibilisera davantage les gestionnaires de la société au besoin d'offrir aux travailleurs actuels une formation en cours d'emploi. La préoccupation de Nakamura et coll. à cet égard est que les représentants des travailleurs favoriseront vraisemblablement des politiques qui profiteront aux employés actuels de la société, aux dépens de la croissance de l'entreprise sur un horizon qui va au delà de la vie active de ces employés et que ces politiques pourraient contribuer à réduire les niveaux futurs d'emploi. En outre, la représentation des travailleurs au conseil d'administration a des répercussions beaucoup plus vastes et controversées sur le plan du rendement de l'entreprise que la simple question de la formation en cours d'emploi et elle devrait être évaluée dans cette perspective élargie[1].

Tout en reconnaissant la pertinence de ces réserves, je suis moins impressionné par les solutions de rechange que proposent Nakamura, Cragg et Sawyers. Ils suggèrent que nous tentions d'obtenir une meilleure valeur pour les investissements publics en éducation en appliquant, partout au pays, des examens uniformes visant à mesurer les compétences fondamentales à de multiples points du processus d'apprentissage à l'école élémentaire et secondaire, et en élargissant cette base de données aux résultats obtenus, sur le plan de l'emploi, au terme de divers cheminements d'apprentissage. Ils proposent aussi de réduire les coûts d'embauche et les autres coûts non salariaux des employeurs, par exemple, en créant un babillard électronique ou un centre d'embauche pour l'inscription des offres d'emploi, en abaissant les impôts prélevés sur la masse salariale (par exemple, les cotisations au régime d'assurance-chômage, qui rendent la main-d'œuvre intérieure relativement plus coûteuse en comparaison de la main-d'œuvre étrangère ou d'autres intrants tels que les machines) et en favorisant des relations d'emploi plus longues par des modalités telles que le travail à temps réduit dans les industries vulnérables aux ralentissements économiques.

Même si, en soi, ces propositions ont quelque mérite, aucune ne répond directement au besoin de formation ou de recyclage professionnel des adultes. En ce sens, elles évitent en grande partie la question. Dans le but d'aborder plus directement dans ce contexte les solutions qui s'offrent sur le plan des politiques gouvernementales, je crois qu'il est important d'acquérir une meilleure compréhension des questions qui suivent.

Premièrement, quels groupes de travailleurs ou de travailleurs éventuels auraient le plus besoin de services de formation ou de recyclage professionnels ? Ici, il me semble essentiel de départager les demandeurs éventuels de services de formation ou de recyclage professionnels, en partie parce que les mesures appropriées pourraient bien varier passablement d'un groupe à l'autre. Les

travailleurs qui ont un emploi pourraient avoir besoin de renforcer leurs compétences, soit pour progresser dans leur poste actuel, soit pour éviter de devenir désuet en se qualifiant pour d'autres postes, là où l'entreprise ou l'industrie dans laquelle ils sont employés est en déclin. Il y a aussi les travailleurs déplacés qui pourraient avoir besoin de renouveler leurs compétences dans leur métier actuel ou de se recycler afin de pouvoir obtenir un nouvel emploi; ils peuvent aussi avoir besoin d'une aide à la mobilité et/ou d'une aide dans la recherche d'un emploi. Enfin, il y a des personnes qui entrent dans la population active pour la première fois ou qui y reviennent après une longue absence, par exemple des jeunes, des chômeurs de longue durée et certaines femmes[2].

Deuxièmement, au moment de réfléchir aux initiatives de politique qui pourraient convenir à chacun de ces groupes, certaines questions fondamentales surgissent au sujet de l'importance à accorder aux programmes passifs de soutien du revenu, comme l'assurance-chômage, qui peuvent incidemment faciliter la recherche d'un emploi, aux programmes qui réduisent les coûts d'information liés à la recherche d'un emploi (par exemple les babillards électroniques), aux programmes subventionnés de formation ou de recyclage en classe, ainsi qu'aux programmes subventionnés de formation en cours d'emploi. Les données empiriques sur l'efficacité de ces diverses mesures ne permettent guère d'être optimiste. À tout le moins, dans le cas des travailleurs déplacés, les données comparatives que nous possédons semblent indiquer que les programmes d'aide à la recherche d'un emploi – lorsqu'ils sont structurés de façon appropriée et administrés efficacement – ont un impact positif significatif; mais les données sur les programmes de formation en classe et les programmes de formation en cours d'emploi font ressortir une efficacité très réduite[3]. Ces données semblent aussi indiquer que l'on pourrait améliorer l'efficacité de la formation en classe en s'efforçant de l'adapter aux besoins d'employeurs identifiés et que les contrats portant sur la prestation de cours de formation devraient être liés au rendement obtenu. En outre, je serais en faveur d'une plus grande concurrence du côté de l'offre, contrairement à la pratique canadienne actuelle où le gouvernement fédéral, dans le cadre de divers programmes de formation professionnelle, achète des « sièges » dans des collèges communautaires. Cela suppose un rôle très centralisé et vulnérable pour ce qui est de la prévision des besoins futurs du marché du travail, ainsi qu'une concurrence très restreinte dans la prestation des programmes de formation en classe (en raison, notamment, de l'exclusion des établissements privés à but lucratif et d'autres établissements à but non lucratif)[4]. À mon avis, la politique gouvernementale devrait viser à promouvoir une plus grande concurrence du côté de l'offre de formation en classe, un plus grand nombre de programmes combinant l'enseignement en classe à la formation sur le tas (en s'inspirant du modèle coopératif) et un plus grand nombre d'employeurs offrant des programmes de formation en classe et sur le tas tant à leurs employés qu'à d'autres personnes. La question devient donc de savoir comment donner l'impulsion à ce processus concurrentiel ?

Je crois que nous devons mettre davantage l'accent sur le côté de la demande en laissant aux travailleurs actuels ou éventuels de chacune des catégories définies précédemment un degré élevé de liberté quant au choix des établissements de formation, en faisant l'hypothèse qu'il en ressortira vraisemblablement différents programmes de formation qui seront adaptés aux différents besoins de formation qui se posent. Il est vrai que des marchés privés sont apparus pour offrir plusieurs de ces services de formation, mais nous devons savoir si la demande à leur égard est optimale. Cela ne pose pas le problème d'externalité ou d'exclusion lié à la formation en cours d'emploi offerte par les employeurs à leurs employés actuels, mais soulève plutôt la question de savoir si les travailleurs actuels ou éventuels sous-investiront dans leur propre formation continue. Un des arguments invoqués en faveur des subventions a un fondement purement redistributif et fait intervenir essentiellement les mêmes raisons que celles pour lesquelles nous finançons ou subventionnons la totalité ou une partie des coûts de l'éducation élémentaire, secondaire et post-secondaire. Une autre raison pourrait être que les coûts sociaux liés au fait de subventionner la formation seront vraisemblablement inférieurs aux coûts sociaux que représentent les travailleurs en chômage qui participent à d'autres programmes sociaux.

Je suis au moins provisoirement persuadé que l'on peut défendre le recours aux subventions dans ce contexte mais, contrairement à certaines propositions ayant fait l'objet d'un examen critique dans la présente étude (par exemple, l'imposition d'une taxe d'apprentissage aux employeurs, ou un programme de subventions destinées à aider les employeurs à défrayer la formation en cours d'emploi), je préférerais nettement que les subventions soient versées du côté de la demande, en invoquant essentiellement les arguments qui militent en faveur d'un programme de bons de formation, parce que les demandeurs seront beaucoup plus incités à dépenser sagement ces subventions que les gouvernements (ou les employeurs opportunistes). À ce stade, il n'est pas clair dans mon esprit qu'il serait plus approprié que les subventions à la formation ou au recyclage professionnel du côté de la demande prennent la forme de déductions fiscales, de crédits d'impôt, de bons d'études ou encore de programmes de prêts liés au revenu. Néanmoins, il me semble que l'on peut attendre beaucoup d'un examen des possibilités qui découleraient de la juxtaposition d'une offre beaucoup plus concurrentielle et décentralisée des services de formation et de recyclage professionnels et d'une demande subventionnée, renforcée par un meilleur accès aux banques d'information électroniques pour les travailleurs actuels et éventuels, tant du point de vue de l'efficacité relative des divers programmes de formation et de recyclage professionnels que des possibilités d'emploi (par l'intermédiaire des programmes de recherche d'emploi et de placement).

Même si les données empiriques laissent penser que nous devrions procéder prudemment au moment de formuler les politiques de formation professionnelle et d'affecter d'importantes ressources financières à ces initiatives,

et qu'il faudrait éviter tout optimisme excessif quant à leur potentiel, aucune de ces réserves ne semble justifier que l'on écarte des plans d'action gouvernementaux les programmes de formation et de recyclage professionnels. D'un point de vue tant politique que social, c'est une option qui ne s'offre pas à nous.

NOTES

1 Voir Robert Howse et Michael Trebilcock, « Protecting the Employment Bargain », *University of Toronto Law Journal*, vol. 43, 1993, p. 751.
2 Voir Michael Trebilcock et Ronald Daniels, « Choice of Policy Instruments in the Provision of Public Infrastructure », paru dans *Infrastructure and Competitiveness*, ouvrage publié sous la direction de J. Mintz et R. Preston, Industrie Canada et John Deutsch Institute, 1994, p. 416-428.
3 Duane Leigh, *Does Training Work for Displaced Workers?*, W.E. Upjohn Institute, Kalamazoo (Mich.) , 1990.
4 Trebilcock et Daniels, *op. cit.*

Bruce Chapman
Faculté de droit
Université de Toronto

Commentaire sur la sixième partie
La régie des organismes à but non lucratif

DANS MES COMMENTAIRES, J'ENTENDS METTRE L'ACCENT sur la caractérisation de « troisième secteur » de l'économie que Ron Hirshhorn attribue aux organismes à but non lucratif. On établit une distinction entre ce secteur, d'une part, et celui du marché pur, du marché des biens privés et du secteur « à but lucratif » et, d'autre part, du marché politique, du marché des biens publics et du « secteur gouvernemental ». Afin de focaliser mes commentaires, je fais porter mon analyse sur les activités de charité ou de bienfaisance à but non lucratif, qui comprennent 40 p. 100 du secteur à but non lucratif, selon les estimations de Hirshhorn.

Plus précisément, je désire mettre de l'avant deux arguments : premièrement, les organismes de charité à but non lucratif peuvent prendre des initiatives qui auraient des effets déstabilisants si elles étaient entreprises dans le secteur public et, deuxièmement, les organismes de bienfaisance peuvent effectivement offrir des services qui soulèveraient un problème de coût d'encadrement s'ils étaient offerts par des sociétés à but lucratif. Dans les deux cas, je mets l'accent sur une analyse fondée sur l'offre, ce qui s'écarte de façon notable de l'analyse reposant essentiellement sur la demande présentée par Hirshhorn et par les deux théoriciens sur lesquels il s'appuie, nommément Burton Weisbrod et Henry Hansmann. Je fais aussi valoir que cette analyse fondée sur l'offre comporte des conséquences à la fois différentes et uniques du point de vue des politiques.

LA POLITIQUE ET LES ORGANISMES DE BIENFAISANCE À BUT NON LUCRATIF

LA DEMANDE DE DIFFÉRENTS BIENS VARIE CONSIDÉRABLEMENT selon les personnes. Dans le contexte d'un régime de marché concurrentiel pour les biens privés, cet éventail de quantités demandées est satisfait lorsque les consommateurs acquièrent des quantités différentes de biens aux mêmes prix concurrentiels. Le fait que les gens achètent des quantités *différentes* de biens à des prix *donnés* est ce qui leur permet d'égaliser entre eux les taux marginaux de substitution pour différents biens, de sorte qu'un niveau de consommation efficient est atteint parmi les consommateurs.

Dans le secteur public, d'où provient l'offre de biens publics que chacun doit consommer en quantités égales, la demande variable à des prix donnés se traduit par un éventail de désaccords politiques qui doivent en quelque sorte être résolus collectivement – notamment par l'intermédiaire de votes majoritaires. L'une des façons de réduire l'éventail des conflits ou des désaccords politiques, du moins en théorie, consiste à faire en sorte que diverses personnes paient des prix différents pour la même quantité de biens publics. Idéalement, il devrait être possible de réconcilier pleinement ces points de vue divergents et d'atteindre un niveau efficient de consommation de biens publics en faisant appel à un système de prix discriminatoires applicable aux personnes en fonction du niveau différent de leur demande de biens publics. Par conséquent, sur le marché des biens privés, le niveau différent de la demande est satisfait à des prix compétitifs semblables parce que chacune des personnes acquiert des quantités variables de biens, tandis que, sur le marché politique ou sur celui des biens publics, ce même niveau variable de demande est satisfait (et les conflits politiques sont évités) parce que différentes personnes achètent les mêmes quantités de biens à des prix variables.

Mais, en pratique, un régime de prix discriminatoires pour les biens publics est très difficile à instituer. Il semble que les consommateurs auraient tout avantage à fausser leur véritable évaluation de ces biens publics s'ils savaient qu'à leur niveau de demande élevé se rattachait un prix correspondant – c'est-à-dire que les personnes dont la demande est la plus élevée devraient payer les prix les plus élevés. Néanmoins, je pense que, dans une certaine mesure, c'est précisément ce que les organismes à but non lucratif et, sans aucun doute, les organismes de charité visent à réaliser. La même quantité de biens publics de bienfaisance est offerte à des prix variables. Les grands solliciteurs de biens publics versent des cotisations volontaires plus élevées aux organismes de charité pertinents, tandis que les solliciteurs moins importants devraient payer des cotisations moins élevées. Mais chacune de ces cotisations se traduit par une subvention fiscale à cause du traitement fiscal favorable qui s'y rattache, et c'est cette concession fiscale qui influe sur la décision de verser des cotisations. Donc, plus la concession fiscale est élevée, plus la subvention fiscale est importante et plus l'incitation à verser des cotisations est forte. Cette situation a pour effet de rendre le régime de la discrimination par les prix plus facultatif et, pour des motifs liés à la signification de la réciprocité pour des dons de charité, elle a aussi pour conséquence d'inciter davantage à verser des dons de charité pour financer les biens publics[1].

Tout ceci peut sembler bien ordinaire et même évident. Certains peuvent même affirmer que la question véritable consiste encore à se demander si ce régime de discrimination volontaire par les prix a pour effet de nous rapprocher de l'offre optimale de biens publics dont il est question. Par conséquent, la plupart des théoriciens se demandent dans quelle mesure nous pouvons tendre vers cet optimum en s'appuyant au départ sur un régime de cotisations facultatives encouragées par une subvention fiscale ou s'il ne serait pas possible de se

rapprocher davantage du niveau optimum en percevant des cotisations fiscales suffisantes pour financer collectivement un volume donné de biens publics.

Néanmoins, j'estime que des activités de bienfaisance à but non lucratif présentent certains avantages (que le niveau de prestation de biens publics ainsi atteint soit optimal ou non) tout simplement parce que cela permet de retirer de la scène politique les conflits et les désaccords politiques (y compris les coûts liés à la recherche de rente, aux cycles et à l'instabilité). De plus, je soutiens aussi que certaines répercussions précises du point de vue des politiques découlent de cette façon de concevoir le rôle des activités de bienfaisance. Ces conséquences en matière de régie des activités de bienfaisance ne relèvent pas de l'analyse économique plus classique, citée et utilisée par Hirshhorn, selon laquelle le secteur à but non lucratif n'est qu'un supplément nécessaire à l'offre insuffisante de biens publics nécessaire pour satisfaire à la demande de l'électeur médian.

Au nom d'une meilleure stabilité politique, une subvention fiscale peut à juste titre être accordée pour des cotisations volontaires variables versées par des personnes pour la prestation de certains biens publics (une subvention fiscale qui sera plus élevée pour les personnes dont la demande est plus forte que pour celles dont la demande est moins élevée à cause de leurs cotisations plus élevées, par exemple), mais aucune subvention ne devrait être accordée à ceux qui sollicitent un bien si les autres intervenants sur la scène politique considèrent que ce bien est un « mauvais » produit. On peut définir un mauvais produit comme étant une substance pour laquelle les demandeurs chercheraient naturellement à obtenir un dédommagement (un prix négatif) et non à payer un prix peu élevé ou nul pour l'acquérir. Le subventionnement de ce genre de produit aurait pour effet d'accentuer le désaccord politique et non de le réduire comme il se doit. De plus, si un dédommagement n'était pas versé, les demandeurs d'un tel bien (ceux qui le considèrent effectivement comme un mauvais produit) seraient tentés de s'organiser politiquement afin de contrôler la prestation de ce mauvais produit (subventionné publiquement). Il serait donc préférable d'éviter ce problème au départ ou du moins ses pires manifestations en n'accordant le statut d'organisme de bienfaisance (et les avantages fiscaux qui s'y rattachent) qu'à des activités ou à des organismes ayant des objectifs moins controversés sur le plan politique. Il s'agit précisément du résultat que la législation vise à atteindre[2].

De plus, puisque l'objectif de ces modalités est de réduire – du moins dans une certaine mesure – les types de désaccord politique qui pourraient avoir des effets déstabilisants dans le secteur public, il ne serait pas acceptable que des organismes de bienfaisance subventionnés par le régime fiscal entreprennent de proposer des moyens d'action sur la scène politique et qu'ils fassent des pressions pour les faire adopter. S'ils s'engageaient dans cette voie, il y aurait alors lieu de leur retirer le statut d'organismes de bienfaisance et les privilèges fiscaux qui s'y rattachent. La loi interdit maintenant aux organismes de bienfaisance de participer à des activités politiques. Mais des orientations

proposées ne font pas toujours appel à des réformes; il arrive parfois que les responsables des politiques aient déjà pris les bonnes décisions.

De façon générale, je propose que le rôle du secteur des organismes de bienfaisance à but non lucratif ne se limite pas à celui d'être un ajout au processus politique (comme le font Weisbrod et Hirshhorn qui considèrent que des organismes privés à but non lucratif sont nécessaires pour suppléer à l'*inactivité* du secteur public). Au contraire, on peut considérer le secteur des organismes à but non lucratif comme étant un important substitut à ce qui, dans ce modèle de rechange, est un niveau excessivement instable d'activités politiques. Ce secteur devrait donc être tenu à l'écart du processus politique comme je le propose et comme le prévoit effectivement à l'heure actuelle la réglementation sur les organismes de bienfaisance.

CONTRÔLE DES DONATEURS ET TRANSFERTS EN NATURE SUR LES MARCHÉS PRIVÉS

HENRY HANSMANN EST LE DEUXIÈME THÉORICIEN MAJEUR sur lequel Hirshhorn fait reposer son argumentation. Tant Hansmann que Hirshhorn décrivent des situations de « déficience contractuelle » pour justifier la nécessité d'avoir un secteur à but non lucratif. L'exemple de l'envoi d'aide à des pays éloignés illustre le problème. On pourrait retenir les services d'une entreprise à but lucratif pour livrer une quantité donnée d'aide dans un endroit éloigné, mais il serait manifestement difficile de s'assurer que l'aide ait effectivement été livrée. (Cette situation est différente de celle d'un envoi de fleurs à un parent ou à un ami, par exemple, puisque le contrôle s'effectue lorsque l'appel de remerciement est reçu du destinataire.) On peut contrôler dans une certaine mesure ce problème de déficience contractuelle en faisant appel à des organismes à but non lucratif. Étant donné que le secteur à but non lucratif ne demande rien de plus que de financer ses coûts d'exécution, l'incitation est moins élevée de rogner sur le rendement auquel l'acheteur s'attend. Pour cette raison, ceux qui veulent faire parvenir de l'aide à l'étranger ont tendance à faire appel davantage à des entreprises à but non lucratif.

Il s'agit essentiellement d'une analyse fondée sur la demande. On considère que les donateurs achètent par l'intermédiaire d'un organisme de bienfaisance des services qui ont pour effet de soulager d'autres personnes de la pauvreté. La possibilité d'une déficience contractuelle surgit à cause de la distance géographique qui sépare le donneur/acheteur et le destinataire. Outre l'aide à l'étranger, parmi d'autres exemples figurent les services en centre d'accueil et en garderie. Dans ces cas, la prestation des services offerts par des sous-traitants est aussi difficile à surveiller parce que ceux qui reçoivent les services sont souvent trop âgés ou trop jeunes pour en faire une évaluation pertinente.

Mais il est difficile d'examiner la liste habituelle des organismes à but lucratif, qui comprennent, entre autres, des organismes de services sociaux, des fournisseurs de services de santé, des institutions religieuses, des groupes

culturels et artistiques, et des établissements d'enseignement, sans penser qu'il doit y avoir une certaine forme d'altruisme charitable qui agit aussi du côté de l'offre. Il s'agit dans tous ces cas de services publics ou, pour utiliser une vieille expression, d'appels publics, pour lesquels les impératifs de la rentabilité semblent être quelque peu déplacés.

Pourquoi « déplacés »? Certainement pas parce que le terme « bénéfice » est un vilain mot, mais plutôt parce que les organismes à but non lucratif, en tant que fournisseurs de services (même les organismes commerciaux à but non lucratif dont la survie est assurée par le biais des recettes qu'ils tirent de leurs ventes sur le marché) participent à des transferts de biens très précis en faveur (souvent) de personnes qui appartiennent aussi à des groupes bien ciblés; en d'autres termes, ils président à ce qu'on appelle des « transferts en nature ». Ils chercheront donc à contrôler tant le prix auquel le bien est vendu, en choisissant peut-être un prix inférieur à celui qui permettrait de maximiser leurs bénéfices, et la qualité du produit qui est livré. Ces préoccupations, plutôt que la notion de maximisation des bénéfices, sont les éléments sur lesquels repose la motivation des décisions sur le plan de l'offre des organismes à but non lucratif.

Cette interprétation des organismes à but non lucratif s'écarte quelque peu de celle de Hansmann et Hirshhorn et elle offre donc une explication légèrement différente de la contrainte de non-répartition qui caractérise les organismes à but non lucratif, de même que certaines restrictions sur l'absence de bénéfice que nécessite le transfert de propriété. La question n'est alors pas tellement de réduire les risques de « déficience contractuelle » pour les donneurs/acheteurs qui sont éloignés du lieu de livraison des services, mais plutôt d'écarter la tentation parmi les *investisseurs du côté de l'offre*, qui peuvent très bien être sur place, de laisser tomber la « mission » parce que des bénéfices plus élevés peuvent être réalisés en agissant ainsi. Des investisseurs motivés sur le plan idéologique par la situation de l'offre ne veulent pas que leur organisation devienne la proie d'investisseurs qui s'intéressent davantage aux bénéfices qu'à des formes précises de transferts en nature. De plus, ils ne veulent pas que leurs collègues investisseurs qui ont une motivation idéologique vendent à ces investisseurs intéressés par les bénéfices. Il est probable que de tels investisseurs à la recherche de bénéfices embaucheront des gestionnaires pour les organismes de bienfaisance qui ne s'intéresseront qu'à réaliser des bénéfices. Par conséquent, ces investisseurs feraient échec aux tentations inspirées par la situation de l'offre en se constituant en organisme à but non lucratif, ainsi qu'en restreignant le transfert de propriété dans leur société à but non lucratif.

Le même type de préoccupations au sujet de ce qu'on pourrait appeler un « glissement idéologique », ou un abandon de la mission visée par les premiers investisseurs, s'applique même à la façon dont l'organisation, une fois constituée en groupe à but non lucratif et soumise aux restrictions s'appliquant au transfert de propriété, pourrait être gérée par la suite. Dans ce dernier cas, certaines répercussions précises du point de vue des politiques, que l'on ne peut qu'énumérer ici, découlent de l'analyse.

Premièrement, afin de contrôler les « liquidités non engagées » dont disposent les gestionnaires et la marge discrétionnaire qui s'y rattache[3], il y a lieu de prévoir l'obligation d'effectuer des déboursés réguliers comme l'exigent les dispositions de la *Loi de l'impôt sur le revenu* pour les organismes de charité[4]. Ce genre de modalité a pour effet d'inciter les gestionnaires à l'honnêteté et à les forcer à communiquer régulièrement avec leurs investisseurs et leurs donateurs qui sont animés d'une motivation idéologique. Deuxièmement, et il s'agit aussi d'une question liée aux liquidités, les organismes de charité devraient être assujettis à des limites sur les investissements qu'ils peuvent faire et sur le genre d'« activités commerciales d'autres sources » dans lesquelles ils peuvent s'engager. De plus, cette dernière restriction devrait continuer de s'appliquer même si les gestionnaires exigent que les sommes ainsi obtenues soient utilisées à des fins de bienfaisance. L'objectif n'est pas de subventionner n'importe quelle œuvre de bienfaisance mais plutôt de subventionner celle que les investisseurs initiaux ont choisi de promouvoir par l'intermédiaire de transferts en nature précisément sélectionnés.

Même si l'on permettait aux organismes de charité de gagner des revenus commerciaux provenant d'autres sources[5], il ne s'ensuit pas qu'à cause de leur statut d'organismes de bienfaisance, ils devraient bénéficier d'une forme quelconque de concession fiscale spéciale sur le produit de ce revenu. De telles concessions fiscales peuvent être indiquées pour les revenus provenant des dons, puisque les donateurs ne seraient pas tellement intéressés à recevoir une subvention fiscale s'ils savaient que les dons devaient être imposés par la suite après avoir été reçus par les organismes de charité. Mais un traitement fiscal favorable ne serait pas indiqué pour le revenu provenant d'activités commerciales d'autres sources puisque, de nouveau, le principe ne consiste pas à aider toutes les activités charitables (même celles sélectionnées par les gestionnaires des organismes de charité) mais seulement celles choisies par les donateurs et les investisseurs. Donc, seul un avantage fiscal sur le revenu provenant des dons est nécessaire; toute autre disposition risque de subventionner l'utilisation « altruiste » par les gestionnaires des organismes de charité des sommes reçues d'autres personnes.

Enfin, rien dans l'argumentation présentée jusqu'à maintenant ne justifie que le revenu provenant d'activités commerciales connexes soit exempt d'impôt. Cette dernière recommandation s'écarte de certaines notions en vogue et des pratiques légales actuelles[6]. Néanmoins, on reproche souvent aux règles actuelles qui prévoient l'attribution aux organismes de charité d'une subvention fiscale sur leur revenu commercial connexe de donner à ces organismes à but non lucratif un avantage fiscal indu qui les favorise en leur permettant de concurrencer les entreprises à but lucratif[7]. L'analyse présentée ci-dessus permettrait de retirer cette subvention fiscale, bien qu'elle ne rendrait pas ce retrait obligatoire. La thèse que nous soutenons, c'est qu'il peut y avoir un transfert de charité en nature lorsqu'un produit est vendu (ou qu'une certaine qualité du produit est assurée) sur un marché commercial à un prix inférieur au

prix du marché. Mais, dans ce cas, le prix payé ne comporte aucun don et, par conséquent, le revenu reçu sur une base commerciale ne revêt aucun caractère charitable. Du moins d'après cet argument, il n'y a donc aucune nécessité d'exempter de l'impôt sur le revenu des sociétés les gains commerciaux connexes d'un organisme de charité.

CONCLUSION

DANS LE PRÉSENT COMMENTAIRE, nous avons proposé une interprétation qui s'écarte de celle de Hirshhorn au sujet du rôle que le troisième secteur remplit dans l'économie. Nous avons soutenu que l'on peut recourir aux organismes de charité à but non lucratif pour assurer la prestation de biens publics et éviter de ce fait les conflits politiques problématiques et déstabilisants qui pourraient survenir si les biens étaient offerts par le secteur public. Dans mon exposé, je propose aussi une analyse du choix de la formule d'organisme à but non lucratif qui s'écarte quelque peu de celle de Hirshhorn. J'y soutiens que la formule d'organisme à but non lucratif est un instrument efficace non seulement pour prévenir les déficiences contractuelles mais aussi pour permettre aux donateurs et aux investisseurs du côté de l'offre de contrôler le caractère précis des transferts en nature qui caractérisent souvent les organismes de charité à but non lucratif. À ces deux arguments se rattachent aussi un certain nombre de conséquences du point de vue des politiques pour la régie des organismes de bienfaisance à but non lucratif.

NOTES

1 L'importance de savoir qu'en donnant, on peut exiger des contributions de contrepartie d'autres intervenants, entre autres, par l'intermédiaire d'une subvention fiscale, et qu'une personne pourrait donner davantage pour cette raison, est mise en relief dans les études sur la réciprocité et dans les écrits portant sur le « jeu de l'assurance ». À ce sujet, voir, respectivement, Robert Sugden, « Reciprocity: The Supply of Public Goods Through Voluntary Contributions », *Economic Journal*, vol. 94, 1984, p. 772, et Amartya Sen, « Goals, Commitment, and Identity », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 1, 1985, p. 341 et 350.

2 Par exemple, si un groupe de défense des droits des animaux devait chercher à imposer une interdiction complète des expériences faites sur les animaux, de sorte que certains progrès de la médecine en seraient compromis, on peut prévoir qu'une telle campagne deviendrait très controversée et qu'elle provoquerait des réactions visant à la contrecarrer par voie de réglementation sur le plan politique. Par ailleurs, il est peu probable

qu'une campagne visant tout simplement à interdire une cruauté inutile à l'égard des animaux, même s'il ne s'agit pas d'un mouvement que tous seraient disposés à appuyer financièrement, ne provoque le même genre de réaction politique négative; on pourrait donc considérer qu'il s'agit d'une œuvre de bienfaisance qui mériterait d'être appuyée par les subventions fiscales habituelles. Pour de plus amples renseignements sur ce genre de question, voir *National Anti-Vivisection Society v. Inland Revenue Commissioners*, 1948, A.C. 31 (H.L.).

3 Voir Michael Jensen, « The Agency Costs of Free Cash Flow: Corporate Finance and Takeovers », *American Economic Review*, vol. 76, 1986.

4 *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.C. 1990, ch. 35, art. 149.1(2).

5 Les organismes de charité peuvent gagner des revenus commerciaux d'autres sources par l'intermédiaire d'investissements passifs dans d'autres organismes qui ne font pas partie du secteur à but non lucratif. Il est difficile de concevoir comment il pourrait en être autrement; on ne peut pas s'attendre que les organismes de charité conservent les dons reçus en les enfouissant dans des matelas. Évidemment, il est souvent difficile d'établir une distinction entre des investissements commerciaux passifs (que les organismes de charité ont la permission d'effectuer) et un programme d'investissement actif dans un autre secteur d'activité (qui est interdit). Pour un examen des litiges dans ce domaine, voir *Church of Christ Development Co. Ltd. v. MNR*, [1982] C.T.C. 2467.

6 Voir la *Loi de l'impôt sur le revenu*, L.C. 1990, chap. 35, art. 149.

7 Pour une bonne analyse de cette critique, qui a pour effet de limiter considérablement sa portée, voir Susan Rose-Ackerman, « Unfair Competition and Corporate Income Taxation », dans l'ouvrage préparé sous la direction de Susan Rose-Ackerman, *The Frontiers of Non-Profit Institutions*, Oxford University Press, Oxford, 1986.

Jennifer Arlen
Professeur de droit
University of Southern California Law Center

Commentaire sur la sixième partie

Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation fondée sur des stimulants

L'ÉTUDE DE HOWSE ET DANIELS, INTITULÉE « Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation axée sur les stimulants », fait une contribution importante aux travaux de recherche publiés sur la lutte au crime dans l'entreprise. C'est l'une des rares études à analyser en profondeur l'effet de dissuasion d'une prime offerte aux employés qui donnent à l'État des renseignements sur des comportements illicites[1]. Les auteurs présentent une analyse réfléchie et détaillée des avantages et des problèmes liés aux primes offertes aux dénonciateurs. Ils arrivent à la conclusion que les décideurs devraient songer à recourir davantage à de telles dispositions.

Même si la conclusion finale des auteurs, à savoir que les gouvernements devraient recourir davantage aux primes, est sans aucun doute juste, de telles mesures ne devraient pas être adoptées, en règle générale, à moins de s'accompagner d'une réforme en profondeur du droit pénal appliqué aux entreprises. Les dispositions relatives aux primes ne sont que l'un des nombreux mécanismes que les gouvernements peuvent utiliser pour décourager la criminalité dans l'entreprise. Un autre est d'imposer aux sociétés une responsabilité criminelle pour les délits commis par les gestionnaires ou les employés (mandataires). Dans ce commentaire, nous expliquons que le genre de règles employées en matière de responsabilité des sociétés influe directement sur l'efficacité des régimes de primes. Ces derniers, à leur tour, influent sur l'efficacité des règles de responsabilité appliquées aux entreprises. Plus précisément, si les sociétés sont assujetties à une responsabilité criminelle absolue, le fait d'offrir des primes aux dénonciateurs ne réduira pas nécessairement la criminalité. L'adoption d'un régime de primes pourrait même accroître l'incidence de la criminalité dans les entreprises en incitant ces dernières à réduire leurs efforts de lutte contre le crime. Dans ce contexte, les primes ne devraient être employées que si l'on réforme les règles de responsabilité pénale visant les entreprises.

L'effet sur les primes de l'imposition d'une responsabilité criminelle absolue aux entreprises soulève une préoccupation particulière parce que, tant au Canada qu'aux États-Unis, les entreprises sont en général assujetties à une

responsabilité absolue pour les délits commis par les gestionnaires. Aux États-Unis, une société est tenue responsable, directement ou de façon vicariale, d'un crime commis par un gestionnaire ou une autre personne à son emploi, s'il y a une intention quelconque d'en faire profiter la société[2]. Au Canada, pour les crimes nécessitant la *mens rea*, une société est tenue criminellement responsable du délit commis par un gestionnaire qui est une « âme dirigeante » de la société ou de la division où l'acte illicite a été perpétré, pourvu que le gestionnaire ait agi dans le cadre de ses attributions et au profit de la société. Dans le cas des crimes de responsabilité absolue en vertu de la réglementation, une société est par ailleurs responsable au Canada d'un crime commis par un employé de rang subalterne. Cette responsabilité est habituellement assujettie à une défense de diligence raisonnable, fondée sur les modalités de surveillance et d'enquête de la société. Mais cette défense ne s'applique habituellement pas lorsqu'un gestionnaire qui est une « âme dirigeante » enfreint un règlement de responsabilité absolue parce que l'acte commis par le gestionnaire sera considéré comme un acte de l'entreprise. Celle-ci sera donc généralement incapable de démontrer qu'elle a fait preuve d'une diligence raisonnable pour éviter que le crime soit commis[3]. Ainsi, les crimes impliquant des gestionnaires qui sont des « âmes dirigeantes » sont généralement régis par le principe de la responsabilité absolue. Ce régime juridique doit être modifié si l'on envisage d'accorder des primes de dénonciation des actes illicites.

La dissuasion de la criminalité est l'une des raisons fondamentales pour lesquelles le Canada et les États-Unis imposent une responsabilité aux entreprises. Souvent, celles-ci sont mieux placées pour lutter contre la criminalité en exerçant une surveillance sur leurs mandataires, en enquêtant dans les cas de comportement illicite et en faisant rapport aux autorités[4]. Certaines formes de responsabilité peuvent être utilisées pour susciter un niveau de surveillance et de divulgation optimal parmi les entreprises. Toutefois, l'imposition d'une responsabilité criminelle absolue aux entreprises n'entraîne pas nécessairement un niveau optimal de surveillance, d'enquête et de dénonciation de la part de ces dernières. Dans certains cas, la règle de la responsabilité absolue peut les dissuader d'entreprendre de telles activités de crainte que les preuves obtenues soient utilisées contre elles[5]. L'adoption de régimes de primes, dans ces circonstances, pourrait réduire la mesure dans laquelle les entreprises sont disposées à exercer une surveillance parce qu'elle accroîtrait le risque que les renseignements obtenus servent contre elles. En vertu d'un régime de responsabilité absolue, les primes pourraient donc avoir un effet contraire à celui recherché.

Ce commentaire comprend quatre parties. Dans la première, nous résumons l'argument en faveur des primes : elles ont un effet de dissuasion sur la criminalité en facilitant, pour l'État, l'accès à des renseignements utiles. Dans la deuxième partie, nous évaluons si les primes auront pour effet d'accroître la quantité de données de surveillance utiles, efficacement et à moindre coût, en mettant l'accent sur les délits qui exposent l'entreprise à une responsabilité criminelle absolue[6]. Dans la troisième partie, nous faisons valoir

que les problèmes soulevés par les primes peuvent être atténués (voire même supprimés) en modifiant les règles appropriées en matière de responsabilité des entreprises. D'autres normes de responsabilité des entreprises – par exemple, des règles d'atténuation, la responsabilité fondée sur la négligence ou un privilège relatif à la preuve – pourraient constituer des solutions supérieures à la règle de la responsabilité absolue des entreprises pour les crimes de leurs employés et gestionnaires tout en accroissant considérablement l'efficacité des régimes de primes.

QUAND DEVRIONS-NOUS ENVISAGER DE RECOURIR AUX PRIMES ?

LE GOUVERNEMENT DEVRAIT SONGER À OFFRIR des primes aux dénonciateurs lorsque les mécanismes habituels de dissuasion des comportements illicites en entreprise – la responsabilité individuelle et celle de l'entreprise – ne peuvent produire une dissuasion optimale de la criminalité[7]. Afin de savoir quand il serait justifié de recourir à des primes, nous devons examiner les causes et les solutions de ces comportements illicites, en tenant explicitement compte des coûts d'encadrement.

En réalité, les crimes et les délits des entreprises ne sont pas commis par les sociétés elles-mêmes. Ces crimes sont commis par des gestionnaires et des employés de l'entreprise agissant dans leur propre intérêt[8]. Dans un monde parfait, on pourrait parvenir à une dissuasion optimale des délits d'entreprise en sanctionnant le particulier qui a commis l'acte illicite, en lui imposant une amende égale au coût social du délit divisée par la probabilité qu'il soit détecté. Dans ce cas, ni la responsabilité de l'entreprise ni le recours à des primes ne seraient nécessaires[9].

En règle générale, les gouvernements ne peuvent s'en remettre seulement à la responsabilité du mandataire pour obtenir une dissuasion optimale des actes illicites des entreprises parce que les mandataires[10] seront souvent insolvables par rapport à la sanction optimale. L'insolvabilité des mandataires soulèvera vraisemblablement un problème si la probabilité de détection est peu élevée parce que dans ce cas, la sanction nécessaire pour assurer une dissuasion efficiente de l'acte illicite est très élevée[11]. Lorsque les mandataires sont insolvables, l'État ne peut s'en remettre uniquement à la responsabilité criminelle individuelle. S'il veut décourager la commission d'actes illicites, l'État doit recourir à d'autres méthodes pour accroître le coût du crime pour les mandataires ou empêcher ces derniers d'avoir un comportement criminel[12].

Une façon d'accroître le coût attendu de la criminalité pour un mandataire insolvable est d'augmenter la probabilité qu'il soit puni pour les crimes qu'il commet (ce que l'on appelle dans la suite du texte la probabilité de détection). Souvent, l'employeur du mandataire est mieux en mesure que l'État d'accroître la probabilité de détection. L'entreprise est souvent mieux placée

pour exercer une surveillance sur ses mandataires et/ou enquêter dans les cas de comportement illicite afin d'identifier les personnes responsables du crime commis. Les dépenses de surveillance et d'enquête sont appelées, dans ce qui suit, les « dépenses d'application de la loi ».

Le gouvernement tente d'inciter les entreprises à engager des dépenses pour faire respecter la loi en les tenant responsables des actes illicites de leurs mandataires[13]. Si la responsabilité imposée aux entreprises atteint son but, celles-ci surveilleront leurs mandataires pour tenter de réduire la responsabilité attendue en décourageant la criminalité. Les sociétés feront aussi enquête lorsqu'un crime a été commis afin d'imposer des sanctions privées à l'employé responsable; si le régime de responsabilité est bien conçu, il permettra aussi de transmettre l'information sur les actes criminels à l'État, qui peut également intervenir pour punir les mandataires responsables. Lorsque les régimes de responsabilité des entreprises réussissent à inciter ces dernières à avoir un niveau optimal d'activités liées à l'application de la loi, il n'est pas nécessaire de recourir à des primes[14].

L'imposition d'une responsabilité aux entreprises n'incitera pas nécessairement ces dernières à exercer un niveau optimal de surveillance sur leurs mandataires ou à divulguer les renseignements recueillis à l'État. Comme Howse et Daniels le reconnaissent, les coûts d'encadrement peuvent réduire l'efficacité des règles de responsabilité des entreprises de façon générale. Les primes peuvent constituer une solution à ce problème. Mais lorsqu'une responsabilité absolue est imposée aux entreprises, il se pose un autre problème que les auteurs n'ont pas abordé. Les régimes des primes non seulement ne permettront pas de résoudre ce problème, mais ils pourraient l'aggraver.

Deux types de coûts d'encadrement peuvent compromettre les régimes de responsabilité des entreprises. Les actionnaires (qui supportent le fardeau de la responsabilité de l'entreprise) ne peuvent pas toujours inciter les gestionnaires non propriétaires à exercer une surveillance optimale et à divulguer les preuves recueillies au sujet d'actes illicites. C'est là un problème à la fois pour les entreprises contrôlées par leurs gestionnaires (un cas fréquent aux États-Unis) et celles contrôlées par leurs propriétaires, qui embauchent des gestionnaires n'ayant pas de participation dans l'entreprise (situation commune au Canada). En outre, les coûts d'encadrement nuisent aux efforts de surveillance des gestionnaires. L'information au sujet des actes illicites des employés se trouve souvent au niveau du personnel subalterne, lequel peut avoir des raisons de ne pas divulguer ces renseignements aux gestionnaires. Les primes peuvent résoudre ces problèmes de coût d'encadrement en donnant aux gestionnaires et aux employés un stimulant financier direct pour recueillir des renseignements au sujet des actes illicites et de les divulguer à l'État[15].

La responsabilité absolue des entreprises pose aussi un autre problème. Ce régime peut être incapable de susciter un niveau optimal d'activités axées sur l'application de la loi même en l'absence de coût d'encadrement. En vertu

d'un régime de responsabilité absolue des entreprises, les dépenses consacrées à l'application de la loi ont deux effets sur la responsabilité attendue de l'entreprise : l'un est bénéfique, l'autre non. D'un côté, ces dépenses réduisent le nombre attendu de crimes en augmentant la responsabilité attendue des mandataires. Cela profite à l'entreprise en réduisant sa responsabilité attendue. De l'autre, tout renseignement obtenu par l'entreprise au sujet d'actes illicites commis par ses mandataires pourrait être utilisé contre elle si ce crime venait à être connu. Cela accroît la responsabilité éventuelle de l'entreprise. Dans des conditions plausibles, le coût de la responsabilité attendue des activités d'application de la loi pourrait dépasser ses avantages. Plus précisément, si les dépenses faites par l'entreprise pour appliquer la loi accroissent sa responsabilité attendue à l'égard des crimes qui seront commis dans une proportion supérieure à la réduction de la responsabilité attendue découlant de l'effet de dissuasion sur la criminalité, le fait d'engager des dépenses supplémentaires à ce chapitre réduira les bénéfices de l'entreprise. Celle-ci réagira à un régime de responsabilité absolue en ne faisant aucun effort supplémentaire pour appliquer la loi. De fait, l'adoption d'un régime de responsabilité absolue pour les entreprises pourrait inciter ces dernières à réduire les dépenses qu'elles consacrent à l'application de la loi sous le niveau qui serait observé si elles n'étaient jamais tenues responsables pour les crimes commis par leurs mandataires. Dans ce contexte, la responsabilité des entreprises a ce que l'on appelle un « effet pervers »[16]. La question qui se pose est de savoir si les primes contribuent à réduire ou à aggraver les effets pervers éventuels d'un régime de responsabilité criminelle absolue pour les entreprises.

Problèmes soulevés par les primes

On affirme que les primes peuvent améliorer le régime actuel de responsabilité des entreprises en facilitant à l'État l'accès aux renseignements obtenus sur les actes illicites, ce qui permet d'accroître la probabilité que les auteurs de ces actes soient punis. La question qui se pose est de savoir si les primes ont *vraiment* pour effet de faciliter à l'État l'accès aux renseignements sur les crimes commis et si elles le font à un coût social acceptable ? Dans la présente section, nous soutenons qu'en vertu d'un régime de responsabilité absolue des entreprises, les primes peuvent ne pas faciliter l'accès de l'État à ces renseignements, tandis que les entreprises peuvent réagir à un système de primes en réduisant leur effort d'application de la loi. En outre, même si les primes ont pour effet d'accroître les flux d'information à cet égard, il se peut qu'elles le fassent à un coût excessif.

Les primes peuvent ne pas accroître l'information liée à l'application de la loi

Les primes accroîtront la quantité de renseignements transmis à l'État dans certaines circonstances mais non dans tous les cas. Les primes agissent de manière à résoudre le problème des coûts d'encadrement lorsque les propriétaires

(ou les gestionnaires) veulent décourager les comportements illicites mais sont incapables de fournir à leurs mandataires les stimulants requis pour qu'ils les informent de ces actes. Les primes peuvent ne pas constituer une solution efficace lorsque les propriétaires (ou les gestionnaires) ne veulent pas que ces renseignements soient divulgués parce qu'une telle divulgation imposera un coût net à l'entreprise. Il en sera ainsi si l'avantage de la réduction attendue de la criminalité est inférieur au coût de la hausse attendue de la responsabilité éventuelle de l'entreprise[17]. Dans un tel cas, les primes auront pour effet de réduire les dépenses consacrées par l'entreprise aux activités d'application de la loi dans certaines circonstances.

Pour illustrer cela, envisageons une situation où, avant l'imposition d'un régime de primes, l'entreprise dépensait un certain montant pour faire respecter la loi, correspondant au niveau où le coût marginal des activités d'application de la loi est égal à l'avantage marginal obtenu (la condition d'équilibre habituelle). Supposons qu'une bonne partie, mais non la totalité, des renseignements obtenus par l'entreprise sur les crimes commis est divulguée à l'État; l'entreprise garde le secret sur une partie des renseignements en imposant des sanctions privées à certains auteurs d'actes illicites. Supposons en outre que les peines prévues (imposées par l'État et l'entreprise) ne sont pas optimales (c'est-à-dire, qu'elles sont insuffisantes pour dissuader les employés de commettre de tels actes).

Dans ce scénario, l'État voudrait connaître les crimes commis afin d'accroître la probabilité de détection, augmentant par le fait même leur coût attendu[18]. Les primes semblent servir l'objectif de l'État, qui est d'accroître la probabilité de détection. Mais il n'en est pas nécessairement ainsi. Les primes n'accroîtront pas systématiquement la probabilité de détection parce que, dans certaines circonstances, les entreprises réagiront à un régime de primes en abaissant leurs propres dépenses d'application de la loi. Cela réduit la quantité de renseignements communiqués à l'État.

Les entreprises savent que les primes accroissent la probabilité que l'État obtienne des renseignements qu'elles recueillent en tentant de faire respecter la loi, haussant par le fait même la responsabilité attendue de l'entreprise pour tout acte illicite mis au jour. Pour l'entreprise, le coût de surveillance des employés est donc plus élevé dans le cadre d'un régime de primes qu'en l'absence d'un tel régime (ce qui est logique car, dans le cas contraire, l'entreprise aurait divulgué à l'État tous les renseignements obtenus). L'augmentation du coût des activités d'application de la loi incitera l'entreprise à réduire ces dépenses. Elle pourrait même réduire ces dépenses dans une mesure telle que la probabilité de détection diminue sous le niveau qui prévalait avant l'adoption d'un régime de primes. Les primes peuvent donc contribuer à réduire le nombre de crimes détectés, accroissant ainsi la criminalité et réduisant le coût attendu des actes illicites pour les mandataires de l'entreprise.

On peut aussi démontrer les effets éventuellement pervers d'un régime de primes à l'aide d'un exemple numérique[19]. Considérons le cas d'une entreprise

qui a 15 employés à son emploi, chacun ayant la possibilité de commettre un crime. L'entreprise est tenue absolument responsable des crimes commis par ses employés. L'amende (F) est de 300 $ par crime commis. L'entreprise pourra tenter de réduire la criminalité en surveillant ses employés. Cela haussera le coût de la criminalité pour le mandataire en accroissant la probabilité qu'il soit détecté. Supposons que l'entreprise dépense soit 10 $, soit 20 $ en activités de surveillance[20]. En l'absence d'un régime de primes, si l'entreprise consacre 10 $ aux activités de surveillance, la probabilité de détection sera de 1/30 et 14 employés commettent un crime. Si l'entreprise consacre 20 $ à ces activités de surveillance, la probabilité de détection est de 1/15 et seulement 6 employés commettront un crime. Dans cet exemple, si l'entreprise dépense 10 $ en activités de surveillance, son coût attendu est de[21]

$$10 + (14/30)F = 150.$$

Si elle consacre 20 $ aux activités de surveillance, son coût attendu tombera à

$$20 + (6/15)F = 140.$$

Ce régime de responsabilité des entreprises incitera donc l'entreprise à dépenser 20 $ en activités de surveillance.

Supposons toutefois que le niveau socialement optimal d'activités de surveillance dépasse 20 $ mais que l'entreprise ne dépensera pas plus de 20 $, compte tenu des règles existantes en matière de responsabilité[22]. Faisons maintenant l'hypothèse que l'État tente d'accroître le niveau des activités de surveillance en offrant une prime. Les primes haussent la probabilité de détection : avec un régime de primes, la probabilité de détection est de 1/20 si l'entreprise dépense 10 $ en activités de surveillance et de 1/10 si elle en dépense 20. Supposons que sept mandataires commettent un crime lorsque la probabilité de détection est de 1/20; 4 commettront un crime lorsque la probabilité de détection est de 1/10. Si l'entreprise consacre 10 $ aux activités de surveillance, son coût attendu est de

$$10 + (7/20)F = 115.$$

Si elle y consacre 20 $, son coût attendu de l'entreprise augmente à

$$20 + (4/10)F = 140.$$

Dans ce cas, peu importe le niveau de l'amende (F), le coût attendu de l'entreprise est inférieur si elle consacre 10 $ aux activités de surveillance que si elle y consacre 20 $ parce que, en présence d'un régime de primes, l'intensification des activités d'application de la loi a pour effet de hausser la responsabilité attendue de l'entreprise[23]. En haussant la probabilité de détection, les primes

accroissent suffisamment le coût lié aux activités de surveillance pour décourager celles-ci entièrement. Ainsi, l'adoption d'un régime de primes incite l'entreprise à réduire ses activités de surveillance de 20 $ (dans le scénario antérieur à l'adoption du régime de primes) à 10 $. Cela réduit la probabilité globale de détection de 1/15 (sans primes) à 1/20 (avec primes), accroissant ainsi le nombre de crimes commis de 6 à 7. Par conséquent, dans le cas où les primes ont pour effet de hausser le coût net lié à la surveillance pour l'entreprise, l'adoption d'un tel régime pourra inciter les entreprises à réduire les dépenses qu'elles consacrent aux activités d'application de la loi, entraînant une criminalité accrue.

De plus, en vertu d'un régime de responsabilité absolue, les dispositions relatives aux primes pourraient aussi influer négativement sur les méthodes de production de l'entreprise. En réaction à un régime de primes, une entreprise pourrait tenter de réduire la quantité de renseignements qui circulent dans l'entreprise en modifiant, pour le pire, ses méthodes de production. Ainsi, un sous-traitant de l'État qui a de la difficulté à respecter les spécifications gouvernementales pourra réagir à un régime de primes en impliquant un nombre plus restreint de travailleurs à la solution des problèmes de fabrication et de production. L'entreprise pourrait éviter d'y impliquer un grand nombre de travailleurs de crainte de hausser la probabilité que quelqu'un dénonce l'entreprise si elle est incapable de trouver une solution. L'entreprise pourrait se sentir obligée d'agir ainsi même si l'intervention de travailleurs spécialisés supplémentaires aurait vraisemblablement pour effet d'améliorer le produit (et les chances que l'entreprise puisse se conformer aux spécifications)[24].

Enfin, la responsabilité absolue pourrait accroître le coût d'un régime de primes, en plus de réduire son efficacité. Les primes n'inciteront pas les employés à divulguer des renseignements à l'État si le coût qui pourrait en résulter pour eux est supérieur aux avantages. Plus est élevée la prime requise pour susciter une divulgation, plus est élevé le coût des primes pour l'État. Le coût pour les mandataires (les employés et les gestionnaires) de la divulgation de ces renseignements dépend de la réaction de l'entreprise, à savoir si elle punira les intéressés pour avoir dénoncé des actes criminels. Cela dépend par ailleurs du préjudice que pourrait subir l'entreprise si l'information au sujet d'un crime est divulguée. Dans un régime de responsabilité absolue, la divulgation de renseignements au sujet d'un acte illicite pourrait être préjudiciable à l'entreprise. Si elle risque vraiment de subir un préjudice, elle tentera de dissuader ses mandataires de divulguer de tels renseignements en menaçant de les punir le cas échéant. Comme l'entreprise est en mesure d'influer sur le flux des gains viagers du mandataire, elle peut hausser sensiblement le coût d'une dénonciation pour ce dernier. Cela augmente considérablement le prix que doit payer l'État sous la forme de primes[25]. Les restrictions juridiques à la capacité d'une entreprise de congédier des dénonciateurs peuvent réduire, mais non supprimer, ce problème, parce que l'entreprise peut imposer des sanctions sévères à ses employés sans

aller jusqu'à les congédier. Réduire le coût des primes exige donc que l'État cherche à réduire le coût qui incombe aux entreprises lorsque l'État est informé des crimes commis.

UNE FAÇON COÛTEUSE DE PRODUIRE DES RENSEIGNEMENTS

MÊME SI LES PRIMES AUGMENTENT LE FLUX D'INFORMATION, elles peuvent constituer une option coûteuse à cet égard. Comme nous l'avons dit, les primes pourront être très coûteuses si l'entreprise ne veut pas que l'information soit produite de crainte de subir les conséquences d'une éventuelle divulgation à l'État. Dans ce cas, les primes pourraient amener l'entreprise à modifier ses méthodes de production pour réduire les chances que ses employés obtiennent des renseignements sur des actes illicites. Les entreprises imposeront aussi des sanctions aux mandataires qui font une dénonciation (accroissant par le fait même le niveau de la prime requise pour susciter une dénonciation).

Les primes comportent aussi d'autres coûts. Elles peuvent réduire la fréquence des dénonciations internes si la récompense offerte au mandataire pour l'inciter à faire une dénonciation externe est plus élevée. Cela pourrait être inefficient si l'entreprise peut répondre avec plus de précision et de rapidité que l'État à des allégations d'acte illicite. Le fait de réduire l'incidence de la dénonciation interne peut prolonger la durée du comportement illicite dans l'entreprise et réduire la précision de l'enquête[26]. En outre, les dénonciateurs peuvent reporter leur intervention parce que, de façon générale, ils ne sont admissibles à une récompense que si l'auteur de l'acte illicite est condamné par un tribunal[27]. Les dénonciateurs externes agiront plus tard que les dénonciateurs internes parce que les preuves requises pour obtenir une condamnation dépassent habituellement la preuve nécessaire pour qu'une entreprise détermine s'il y a eu acte illicite (compte tenu de l'information plus complète qu'elle possède au sujet de l'employé). Ce report, qui retarde aussi la divulgation privée à l'entreprise, sert rarement les intérêts de la société. Il augmente le coût social de l'acte illicite si l'entreprise est en mesure d'agir pour prévenir ou mettre fin à un acte illicite qui lui aurait été signalé plus tôt[28].

Quant à savoir si les mandataires seront dissuadés de signaler les infractions, cela dépend de plusieurs facteurs. L'un est lié au fait que l'entreprise récompensera adéquatement les mandataires qui auront fait une dénonciation interne. Les règles de responsabilité des entreprises influent sur leur attitude à l'égard des divulgations internes. Si elles sont tenues rigoureusement responsables des infractions de leurs employés et que les renseignements divulgués à l'interne risquent d'être communiqués à l'État (par exemple, parce que des mesures permettent au mandataire de toucher une prime s'il divulgue de tels renseignements aux autorités), les entreprises pourraient alors ne pas récompenser la dénonciation interne car cela accroîtrait la probabilité de détection. Si elles sont assujetties à une responsabilité absolue, les entreprises qui cherchent à maximiser leurs bénéfices pourraient juger que la meilleure

stratégie est de dissuader les dénonciations internes en menaçant de prendre des sanctions contre leurs auteurs. L'effet conjugué d'une règle de responsabilité absolue des entreprises et d'un régime de primes serait alors de retarder la divulgation de ces incidents.

Les primes peuvent aussi accroître le coût social en suscitant une surveillance excessive entre les employés. Lorsqu'il y a un régime de primes, les employés profitent personnellement de la divulgation d'une infraction. Pourtant, une bonne partie du coût d'obtention de ces renseignements est assumée par l'entreprise. Ainsi, les primes peuvent donner lieu à un zèle excessif parce que les mandataires qui contrôlent les décisions relatives à ces activités dans l'entreprise retireront tous les avantages liés à la prime même s'ils n'assument pas tous les coûts de la surveillance[29].

UNE SOLUTION PARTIELLE : MODIFIER LA NORME DE RESPONSABILITÉ DES ENTREPRISES

DANS LA SECTION PRÉCÉDENTE, NOUS AVONS MONTRÉ que les régimes de primes ne seront pas aussi efficaces qu'ils pourraient l'être – et, à tout événement, seront plus coûteux – si ces dispositions viennent tout simplement s'ajouter à un régime de responsabilité absolue de l'entreprise pour les actes illicites commis par ses gestionnaires (ou d'autres employés). Pour que les primes aient l'effet souhaité, une réforme en profondeur s'impose. Les règles qui régissent la responsabilité des entreprises doivent être modifiées afin qu'elles ne dissuadent pas les entreprises d'exercer une surveillance sur leurs employés et de divulguer les preuves d'acte illicite aux autorités. Il y a plusieurs façons de le faire. Parmi les solutions les plus prometteuses, il y a les règles d'atténuation (en vertu desquelles la responsabilité de l'entreprise est réduite si celle-ci a des activités efficientes d'application de la loi)[30]; une norme de responsabilité des entreprises fondée sur la négligence (en vertu de laquelle l'entreprise n'est pas tenue responsable si elle avait des activités d'application de la loi efficientes)[31]; et le privilège relatif à la preuve pour les renseignements que l'entreprise a obtenus au sujet d'infractions commises par ses mandataires (en vertu duquel l'information communiquée par l'entreprise ne peut être utilisée contre elle mais peut être utilisée contre l'employé). En théorie, chacune de ces solutions peut être conçue de manière à supprimer tout effet de désincitation à détecter ou à signaler les actes illicites et à favoriser des activités efficientes d'application de la loi[32].

Une réforme de la responsabilité des entreprises pour que celles-ci profitent de la détection et de la divulgation des actes illicites améliorerait considérablement l'efficacité d'un régime de primes. Une telle réforme réduirait aussi la nécessité d'accorder des primes en incitant davantage les entreprises à détecter et à signaler les comportements illicites.

En vertu d'une règle de responsabilité optimale, les entreprises n'auraient pas à s'ajuster à un régime de primes en réduisant leurs activités de surveillance

parce que tout acte illicite détecté n'aurait pas un effet préjudiciable à leur endroit. De même, les entreprises ne modifieraient pas leurs procédés de production pour réduire le risque d'une dénonciation. De plus, elles seraient moins incitées à pénaliser les mandataires qui font une dénonciation et pourraient même les récompenser. Cela devrait amener les mandataires à signaler plus volontiers les délits commis dans l'entreprise (sur les plans interne et externe), accroissant la rapidité avec laquelle ces actes sont dévoilés et réduisant la prime requise pour obtenir un niveau optimal de dénonciation.

En outre, certaines modifications aux règles de responsabilité des entreprises pourraient réduire le risque d'un niveau excessif de surveillance. Ainsi, des dispositions d'atténuation et une règle de responsabilité fondée sur la négligence pour les entreprises contribueraient à établir une norme de surveillance optimale. Les entreprises pourraient se référer à cette norme pour juger du comportement de leurs employés : ceux qui se livrent à une surveillance excessive pourraient être pénalisés. Mais ces solutions de rechange ne feraient pas disparaître la surveillance excessive. Les normes judiciaires pourraient être imprécises et certaines formes de surveillance excessive pourraient aussi être difficiles à détecter. Néanmoins, la modification du régime de responsabilité des entreprises pourrait contribuer à atténuer le problème.

CONCLUSION

L'IDÉE PRÉCONISÉE PAR HOWSE ET DANIELS, selon laquelle les décideurs devraient recourir davantage aux primes, mérite d'être examinée attentivement. Dans de nombreuses circonstances, les primes pourraient constituer un excellent mécanisme pour permettre au gouvernement d'obtenir des renseignements au sujet des actes illicites commis dans les entreprises. Notre analyse indique toutefois que pour donner de bons résultats, les régimes de primes ne peuvent simplement être juxtaposés aux régimes actuels de responsabilité délictuelle absolue des entreprises. À cette fin, les décideurs, tant au Canada qu'aux États-Unis, doivent modifier les lois qui régissent la responsabilité délictuelle des sociétés et les peines connexes. Une attention particulière doit être accordée à la suppression de la responsabilité absolue des entreprises pour les infractions commises par leurs mandataires, en les remplaçant par une règle qui inciterait ces dernières à consacrer des dépenses aux activités d'application de la loi. Si la règle de responsabilité des entreprises peut être réformée en ce sens, l'adoption d'un régime de primes pour réduire la criminalité dans les entreprises devient alors plus justifiée. La nature précise des modalités optimales de ce régime de primes ainsi que les circonstances particulières dans lesquelles un tel régime devrait être employé requièrent toutefois une étude plus approfondie[33].

NOTES

1 Pour une analyse supplémentaire des primes à la dénonciation où l'on met surtout l'accent sur les marchés gouvernementaux, voir William Kovacic, « Whistleblower Bounty Lawsuits As Monitoring Devices in Government Contracting », document non publié, octobre 1994.

2 Voir Jennifer Arlen, « The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability », *Journal of Legal Studies*, vol. 23, 1994, p. 833, 838-840 (qui renferme un résumé de la loi américaine). L'affirmation selon laquelle les entreprises sont absolument responsables des crimes commis par leurs gestionnaires est une simplification excessive de la loi canadienne et américaine. Aux États-Unis, les entreprises sont tenues responsables des crimes commis contre autrui par leurs employés dans les limites de leur emploi. Les sociétés sont responsables même si l'infraction était contraire à la politique explicite de l'entreprise. La responsabilité est très étendue et englobe des infractions commises par des employés qui n'ont pas de fonction de supervision. Néanmoins, le régime de responsabilité juridique n'est pas strictement absolu. Les dispositions relatives à la peine qui régissent les infractions aux lois fédérales prévoient une réduction (atténuation) de l'amende si l'entreprise avait un programme efficace de surveillance. Toutefois, ces dispositions ne semblent pas donner de très bons résultats dans le cas des crimes commis par des superviseurs. En vertu des *U.S. Sentencing Guidelines*, les entreprises sont présumées *ne pas* pouvoir invoquer les dispositions d'atténuation en raison de l'existence d'un programme de surveillance si le délit a été commis par un gestionnaire. La plupart des crimes graves commis dans les entreprises, par exemple, les fraudes portant sur des valeurs mobilières ou les infractions aux lois *antitrust*, sont généralement commis par des gestionnaires. En outre, il n'y a pas de raison de penser que le niveau d'atténuation soit suffisant pour compenser les effets mentionnés dans ce commentaire. Si l'atténuation n'est pas optimale, la responsabilité délictuelle de l'entreprise peut tout de même avoir les effets pervers examinés précédemment. Voir Jennifer Arlen, *ibidem*, p. 838-840 et 862-865.

3 *Canadian Dredge and Dock Co. Ltd. et al. c. La Reine*, 19 C.C.C.3d 1 (Cour suprême du Canada, 1985); voir, de façon générale, Eric Colvin, *Principles of Criminal Law*, 2e édition, 1991, p. 67-68 et 362-363; Bruce Welling, *Corporate Law in Canada: The Governing Principles*, 2e édition, 1991, p. 152-173. La loi canadienne diffère de la loi américaine en ce qu'elle rejette la responsabilité civile des entreprises pour les crimes qui nécessitent une intention coupable. L'entreprise n'est responsable que si l'on peut l'identifier à la personne qui avait une intention coupable, c'est-à-dire, seulement si la partie coupable était une « âme dirigeante » de la société (ou du service où a eu lieu l'infraction). *Canadian Dredge and Dock*

Co. Ltd. c. La Reine; voir, de façon générale, Colvin, *supra*, p. 67; Welling, *supra*, p. 152-173. Au Canada, cette règle signifie que les sociétés peuvent être tenues responsables des actes illicites d'une vaste gamme d'employés. Il n'y a pas de défense de diligence raisonnable. Welling, *supra*, p. 158-160. En outre, au Canada, comme aux États-Unis, une entreprise est responsable pour les actes commis par ses gestionnaires (mandataires), même si ces derniers ont agi contrairement aux instructions spécifiques ou générales interdisant le comportement en question. *Canadian Dredge and Co. Ltd. et al. c. La Reine.*

4 Voir, par exemple, Arlen, *supra*, note 2; Jennifer Arlen et Reinier Kraakman, « Controlling Corporate Misconduct », document non publié, 1995; Lewis Kornhauser, « An Economic Analysis of the Choice Between Enterprise and Personal Liability for Accidents », *California Law Review*, vol. 70, 1982, p. 1345; Reinier Kraakman, « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 857; Alan Sykes, « The Economics of Vicarious Liability », *Yale Law journal*, vol. 93, 1984, p. 857.

5 Cette proposition est examinée en détail dans Arlen, *supra*, note 2.

6 Voir *supra*, note 3, et le texte d'accompagnement; voir aussi, *supra*, le texte qui accompagne la note 2. Ce commentaire ne tient pas compte d'autres problèmes que pourraient soulever les régimes de primes. Ces autres problèmes sont cependant examinés dans l'article de Howse et Daniels, publié dans le présent ouvrage, ainsi que dans Kovacic, *supra*, note 1.

7 Pour une analyse plus approfondie des avantages relatifs des primes et des autres mécanismes de lutte contre la criminalité des entreprises, voir Arlen et Kraakman, *supra*, note 4.

8 Une analyse empirique récente de la criminalité des entreprises confirme l'affirmation selon laquelle les crimes commis par les entreprises sont la conséquence des coûts d'encadrement et non le résultat de pressions exercées par les actionnaires pour que des infractions soient commises. Cindy R. Alexander et Mark A. Cohen, « Why Do Corporations Become Criminals ? », document non publié, décembre 1994.

9 Ainsi, contrairement à l'analyse de Howse et Daniels, la dissuasion optimale est possible pourvu que les mandataires ne soient pas à l'abri d'un jugement; dans ce monde idéal, le fait que les actionnaires bénéficient d'une responsabilité limitée ne gênerait pas les efforts pour assurer une dissuasion optimale de la criminalité des entreprises. La responsabilité limitée des actionnaires ne justifierait pas, en elle-même, l'adoption d'un régime de primes. La responsabilité des entreprises et, partant, celle des actionnaires, n'est un élément pertinent que si l'État ne peut s'en remettre à un régime de responsabilité exclusive des mandataires pour décourager la commission d'actes illicites dans les entreprises. Voir, par exemple, Arlen, *supra*, note 2; Kornhauser, *supra*, note 4; et Sykes, *supra*, note 4.

10 Le terme « mandataires » signifie les gens qui travaillent pour l'entreprise, y compris les administrateurs, les gestionnaires et les employés réguliers.

11 La peine optimale pour les personnes qui commettent des actes illicites équivaut à H/p, où H est le coût social du préjudice et p la probabilité de détection. Cette peine est optimale parce qu'elle force l'auteur d'un délit à internaliser pleinement le coût social de son crime : l'amende attendue (pF) égale H. Pour tout niveau donné de H, plus la probabilité de détection est faible, plus H/p est élevé et, ainsi, plus est élevée la peine optimale. Voir Gary Becker, « Crime and Punishment: An Economic Approach », *Journal of Political Economy*, vol. 76, nº 169, 1968.

12 Dans certains cas, l'État peut aussi hausser la peine attendue d'un mandataire en employant des sanctions non monétaires. Mais cette solution n'est pas toujours accessible ni systématiquement souhaitable. Des préoccupations au sujet de la dissuasion marginale et de la « justice » peuvent limiter la période d'emprisonnement pouvant être imposée à un niveau inférieur à celui requis pour décourager la commission de l'infraction; la dissuasion de la criminalité par l'incarcération des criminels peut aussi être plus coûteuse que la dissuasion axée sur une augmentation de la probabilité de détection. Voir Arlen, *supra*, note 2, p. 853-884; John C. Coffee, « 'No Soul to Damn, No Body to Kick': An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment », *Michigan Law Review*, vol. 79, 1981, p. 386, 401; Reinier Kraakman, « The Economic Functions of Corporate Liability », paru dans *Corporate Governance and Directors' Liabilities*, ouvrage publié sous la direction de Klaus Hopt et Gunther Teuber, 1985, p. 178 et 195; voir aussi l'article de Howse et Daniels publié dans le présent ouvrage (qui note que les travaux empiriques indiquent que le fait d'augmenter la probabilité de détection est un meilleur instrument de dissuasion que le fait d'alourdir les peines).

13 Voir Arlen, *supra*, note 2.

14 L'effet de la responsabilité subsidiaire sur les dépenses que consacrent les entreprises à l'application de la loi est analysé de façon plus détaillée dans Arlen, *supra*, note 2.

15 Au Canada, il y a un troisième argument possible en faveur des primes. Les entreprises ne sont pas responsables des crimes nécessitant l'intention coupable qui sont commis par des employés n'occupant pas de fonction de supervision. Voir *supra*, note 3. De façon générale, les entreprises ne sont donc pas suffisamment incitées à consacrer des ressources à des mesures d'application de la loi qui dissuaderaient les employés de commettre de telles infractions. Les primes peuvent accroître le niveau de surveillance exercé à l'égard de ces infractions en incitant les employés à se surveiller mutuellement. Toutefois, une analyse plus poussée est requise afin de déterminer si un régime de primes serait supérieur (ou devrait s'ajouter) à une forme quelconque de responsabilité des entreprises pour les infractions commises par les employés.

16 Arlen, *supra*, note 2. De plus, même si la responsabilité des entreprises incite celles-ci à exercer une surveillance sur leurs employés, elle pourrait ne pas les inciter à révéler de façon optimale à l'État les renseignements recueillis. Arlen et Kraakman, *supra*, note 4.

17 Pour une analyse plus poussée des cas où la responsabilité des entreprises a un tel effet, voir Arlen, *supra*, note 2.

18 Incidemment, si l'entreprise n'agit pas ainsi, les primes pourraient ne pas être nécessaires.

19 Pour une analyse plus détaillée de cet effet pervers de la responsabilité des entreprises, voir Arlen, *supra*, note 2.

20 Cet exemple suppose de façon implicite que l'État ne peut accroître les activités d'application de la loi dans les entreprises en haussant le montant de l'amende à laquelle l'entreprise est exposée. Il pourrait en être ainsi si le relèvement de l'amende réduisait les activités d'application de la loi (voir Arlen, note 2) ou si des préoccupations au sujet de la dissuasion marginale limitaient le montant de l'amende à laquelle l'entreprise est exposée. Voir *supra*, note 12.

21 Pour simplifier l'analyse, nous supposons ici que le crime ne profite ni ne nuit à l'entreprise. Pour une analyse plus complète où l'on tient compte de la possibilité que l'entreprise profite de certaines infractions et est touchée négativement par d'autres, voir Arlen, *supra*, note 2.

22 Pour un exemple, voir Arlen, *supra*, note 2.

23 La responsabilité de l'entreprise est égale à 7/20 de F si celle-ci consacre 10 $ à l'application de la loi et de 8/20 de F si elle y consacre 20 $.

24 Voir Kovacic, *supra*, note 1.

25 Voir l'article de Howse et Daniels dans le présent ouvrage.

26 Comme le reconnaissent Howse et Daniels, les lois qui fixent le niveau de la prime en fonction de l'importance du préjudice incitent les dénonciateurs à reporter à plus tard leur intervention parce que des dommages plus élevés entraînent des primes plus importantes. Voir l'article de Howse et Daniels dans le présent ouvrage ainsi que Kovacic, *supra*, note 1, p. 24-25.

27 Voir l'article de Howse et Daniels dans le présent ouvrage.

28 Les professeurs Howse et Daniels reconnaissent ce problème et semblent conclure qu'il n'est pas grave. La présente analyse laisse penser qu'ils ont raison dans certains cas mais probablement pas dans d'autres. La difficulté est de définir les circonstances où ils ont raison.

29 Voir Arlen et Kraakman, *supra*, note 4. De plus, les primes peuvent poser d'autres problèmes. Voir l'article de Howse et Daniels dans le présent ouvrage et Kovacic, *supra*, note 1.

30 La règle d'atténuation examinée dans ce commentaire diffère des dispositions d'atténuation qui régissent les sanctions criminelles imposées aux entreprises à l'heure actuelle aux États-Unis. Voir Arlen, *supra*, note 2, p. 840 et 862-865.

31 Le Canada possède déjà une forme de responsabilité fondée sur la négligence pour les entreprises dans les cas où l'entreprise est responsables des infractions à la réglementation commises par des employés subalternes. Voir *supra*, note 3.
32 Les circonstances précises où ces règles sont efficientes sont examinées dans Arlen, *supra*, note 2, p. 861-866.
33 Pour une analyse supplémentaire, voir Arlen et Kraakman, *supra*, note 4.

BIBLIOGRAPHIE

Alexander, Cindy R. et Mark A. Cohen, « Why Do Corporations Become Criminals? », document non publié, décembre 1994.
Arlen, Jennifer, « The Potentially Perverse Effects of Corporate Criminal Liability », *Journal of Legal Studies*, vol. 23, 1994, p. 833.
Arlen, Jennifer et Reinier Kraakman, « Controlling Corporate Misconduct », ébauche non publiée, 1995.
Coffee, John C., « 'No Soul to Damn, No Body to Kick': An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment », *Michigan Law Review*, vol. 79, 1981, p. 386-401.
Colvin, Eric, *Principles of Criminal Law*, 2e édition, 1991, p. 67-68 et 362-363.
Karpoff, John et John Lott, Jr, « The Reputational Penalties Firms Bear From Committing Criminal Fraud », *Journal of Law and Economics*, vol. 36, 1993, p. 757.
Kornhauser, Lewis, « An Economic Analysis of the Choice Between Enterprise and Personal Liability for Accidents », *California Law Review*, vol. 70, 1982, p. 1345.
Kovacic, William, « Whistleblower Bounty Lawsuits as Monitoring Devices in Government Contracting », document non publié, octobre 1994.
Kraakman, Reinier, « Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls », *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 857.
Sykes, Alan, « The Economics of Vicarious Liability », *Yale Law Journal*, vol. 93, 1984, p. 857.
Welling, Bruce, *Corporate Law in Canada: The Governing Principles*, 2e édition, Butterworths, Toronto, 1991.

Roger Heath
Direction de l'innovation industrielle
Direction générale de la stratégie scientifique et industrielle
Industrie Canada

Commentaire sur la sixième partie
Investissement à long terme dans la R-D au Canada

LE PROFESSEUR GIAMMARINO SOULÈVE PLUSIEURS SUJETS important que ceux d'entre nous qui s'intéressent à l'étude du financement de l'innovation ne reconnaissent pas suffisamment. Pour en faire la preuve, mes commentaires sur l'exposé du professeur Giammarino se fondent sur ma connaissance de la politique d'innovation. J'essaierai de démontrer dans quelle mesure ce document, qui repose sur un courant de pensée différent, est important pour l'étude de l'innovation.

Il faut d'abord se pencher sur la distinction entre, d'une part, la recherche et le développement (la R-D) et, d'autre part, l'innovation. L'utilisation rigoureuse que le professeur Giammarino fait de la « R-D » est justifiée en ce sens que la plupart des travaux quantitatifs sont axés uniquement sur l'investissement en R-D parce que les données sur l'investissement à des fins d'innovation sont incomplètes. Je mets l'accent sur l'innovation parce que la R-D ne constitue qu'une (infime) partie du processus en vertu duquel les entreprises introduisent des innovations sur le marché – le processus qui alimente la croissance à long terme. Tandis que des efforts sont déployés en vue de corriger la carence de données sur l'innovation, on a souvent tendance à considérer, dans l'analyse actuelle consacrée à l'innovation, la R-D comme un indicateur de l'activité d'innovation parce que la présence de la R-D est toujours l'indice d'une certaine forme d'innovation. Cette approche est insatisfaisante à bien des égards. La R-D ne fait pas toujours partie de l'innovation et, lorsqu'elle est présente, les proportions peuvent varier, de façon fortuite ou systématique, selon la taille de l'entreprise, le secteur industriel ou d'autres facteurs. Malgré son caractère incommensurable, il est néanmoins utile de se servir du terme innovation dans la mesure du possible puisque l'innovation occupe une position plus centrale que la R-D dans le contexte de questions de portée plus vaste.

Le financement de l'innovation soulève plusieurs difficultés. D'après les études déjà publiées, on peut attribuer cette situation à au moins cinq caractéristiques propres au processus d'innovation :

- Asymétrie de l'information – L'emprunteur possède invariablement des connaissances techniques plus poussées de l'innovation que ce n'est le cas des personnes qui pourraient s'intéresser à son financement. Les bailleurs de fonds ont donc tendance à exiger des primes d'incertitude qui ne peuvent être acceptables que pour des projets à risques élevés (d'après la perception des emprunteurs). Selon la description que l'on doit à Akerlof, il est possible que ce processus de tamisage crée de l'instabilité, parce que les différentes sources de financement seront inondées de demandes de la part des promoteurs de projets présentant les risques les plus élevés[1].

- Incertitude – L'innovation comporte habituellement une forme d'incertitude contre laquelle il est impossible de se prémunir puisque, par définition, la nouveauté ne fait pas partie du domaine du connu[2].

- Rendement différé – Des investissements initiaux doivent être entrepris bien avant qu'il ne soit possible de profiter des avantages d'une innovation. En fait, avec l'étalement des investissements dans le temps, il existe de nombreuses étapes décisives au cours desquelles un projet peut être réorienté ou même éliminé sans procéder à des déboursés supplémentaires. Par conséquent, les investissements dans le domaine de l'innovation nécessitent un degré inusité de surveillance sur toute leur durée de vie[3].

- Caractère surtout immatériel de l'innovation – Pour cette raison, il est difficile pour les bailleurs de fonds éventuels d'analyser les « chiffres » ou d'être en mesure de saisir les avoirs résiduels en cas de faillite.

- Instabilité temporelle des investissements consacrés aux projets d'innovation – Les besoins de liquidité pour les activités d'innovation ne sont généralement pas répartis également au cours de la durée de vie d'un projet. Par exemple, les coûts peuvent être particulièrement élevés au moment de la commercialisation et de la création d'un réseau de ventes et de services. Ces fluctuations ont pour effet de compliquer les rapports avec les pourvoyeurs de fonds[4].

Ces particularités ont une incidence directe sur le financement des innovations. Considérons deux types de pourvoyeurs de fonds possibles : un

bailleur de fonds *patient et intéressé*, qui est prêt à suivre l'évolution d'un projet et à en partager les bénéfices, et un pourvoyeur de fonds *contractuel*, qui ne déploiera que peu d'efforts pour surveiller un investissement ou un prêt après son choix initial. Dans une large mesure, les contrats de prêt ne sont pas un moyen pertinent de financement de l'innovation, puisque l'incertitude, le manque de connaissances précises, l'absence de garantie et le rendement différé sont tous des éléments qui incitent les prêteurs à exiger des primes de risque tellement élevées sur leurs prêts que les emprunteurs s'adresseront ailleurs. De même, les investisseurs traditionnels sur le marché des valeurs mobilières qui gèrent leur portefeuille en se fondant sur un ensemble normalisé de rapports financiers ne sont pas en mesure de faire face au caractère instable des investissements dans des projets d'innovation, notamment l'augmentation des besoins financiers au moment où l'innovation est sur le point d'être commercialisée. Par conséquent, un investisseur patient et intéressé pourra minimiser les asymétries d'information en suivant l'évolution des projets et compenser les risques qu'ils comportent en s'appropriant les gains fortuits que génèrent les investissements dans des projets d'innovation réussis.

En partie à cause de cette situation, la majorité des études sur le financement de l'innovation et des débats sur les politiques dans ce domaine mettent l'accent sur la création d'une classe de bailleurs de fonds patients et intéressés. Cette notion sert de fondement à l'analyse des *keiretsus*, des banques d'affaires, des sociétés de capital de risque, des bailleurs de fonds, etc. Le document de Giammarino ne s'inscrit pas dans cette tradition. L'hypothèse tacite de son étude est que la majorité des activités de R-D (à noter le changement de terminologie) se déroulent dans les moyennes et grandes entreprises et qu'elles sont financées de façon interne. Par exemple, environ 70 p. 100 de la valeur des demandes de crédits fiscaux pour la recherche scientifique en 1991 provenait de grandes entreprises. Les 50 sociétés en tête de liste interviennent pour plus de la moitié de la R-D financée par les entreprises commerciales. Même les entreprises de dimension moyenne financent la plupart de leurs activités de R-D à partir de bénéfices non répartis. Par conséquent, le document de Giammarino met l'accent sur le secteur où la majorité de l'activité de R-D se déroule.

Les conclusions de l'auteur sont importantes pour le financement des innovations au Canada. Premièrement, il constate que le marché boursier accorde une prime d'innovation aux industries innovatrices – la valeur des entreprises individuelles dans les industries innovatrices est déterminée de façon à tenir compte de leur besoin concurrentiel d'investir dans la R-D. Toutefois, il est possible que le marché ne rétribue pas un niveau d'activités innovatrices plus élevé que la moyenne, car les entreprises innovatrices dans des industries traditionnelles ne font l'objet que d'une prime faible ou nulle. Cette conclusion est en partie une « bonne nouvelle ». Elle met au défi les responsables des politiques d'améliorer l'aptitude des marchés à reconnaître les

mérites des entreprises individuelles qui s'intéressent à l'innovation. Il s'agit d'une dimension particulièrement significative puisqu'un grand nombre des secteurs les plus importants de l'économie canadienne ne sont ordinairement pas considérés comme étant une source d'innovation. Deuxièmement, l'auteur conclut que les prises de contrôle n'ont pas pour effet de réduire l'investissement dans la R-D de façon appréciable – non pas parce que la hausse subséquente de l'endettement ne contribue pas à réduire quelque peu la R-D mais parce que les entreprises dans les industries à haute intensité de R-D sont rarement l'objet de prise de contrôle. Enfin, il conclut que les techniques internes d'évaluation de la R-D dans les entreprises canadiennes laissent beaucoup plus à désirer que celles utilisées communément aux États-Unis. Notamment, elles ne tiennent pas compte du caractère répétitif et expérimental des coûts des immobilisations en R-D, de sorte que les coûts sont souvent surévalués. Les techniques de planification financière au Canada ont donc pour effet d'introduire une distorsion systématique qui est préjudiciable à la R-D et à l'innovation.

Giammarino considère la politique d'innovation dans un contexte important mais relativement négligé. Au lieu de mettre l'accent sur la recherche frénétique d'un bailleur de fonds patient et intéressé, l'auteur soulève deux questions importantes du point de vue des politiques qui se rapportent au domaine où la majorité des activités se déroulent. Premièrement, étant donné que la majorité des investissements dans le domaine de l'innovation s'autofinancent, nos vastes réseaux de consultation en matière d'innovation ou d'autres instruments de politiques pourraient-ils servir à promouvoir l'utilisation de meilleures techniques d'évaluation interne des dépenses d'innovation des entreprises canadiennes ? Il s'agit d'une question d'importance cruciale puisqu'une proportion élevée des innovations sont autofinancées. Deuxièmement, y a-t-il un moyen d'améliorer l'évaluation inadéquate que font les agents du marché des entreprises dont le bilan en matière d'innovation est supérieur à la moyenne ? De nombreux travaux de recherche indiquent que les entreprises innovatrices sont exceptionnellement rentables. Si le marché ne tient pas compte de cette valeur supplémentaire, il y alors lieu de croire qu'il faudrait corriger ce genre de déficience sur le plan de l'information. L'adoption de mesures efficaces visant à résoudre en bonne partie ces deux problèmes aurait une incidence significative sur la croissance et la compétitivité.

NOTES

1 Schaller, Huntley, « Asymetric Information, Liquidity Constraints, and Canadian Investment », *Revue canadienne d'économique*, août 1993, p. 552-574.

2 Lipsey, Richard G. et Cliff Bekar, « A Structuralist View of Technical Change and Economic Growth », Programme de l'ICRA sur la croissance économique et les politiques publiques, Document de travail n° 45, mars 1995.

3 *Ibidem.*

4 OCDE, « National Systems for Financing Innovation », Groupe de travail sur l'innovation et la technologie, 1994.

Jean-Claude Delorme
Président du conseil et chef de la direction[1]
Caisse de dépôt et placement du Québec

19

La régie d'entreprise en l'an 2000

Une allocution prononcée lors de la conférence d'Industrie Canada portant sur La prise de décision dans les entreprises au Canada

VOTRE CONFÉRENCE A POUR THÈME LA PRISE DE DÉCISION DANS LES ENTREPRISES. Je me propose d'aborder le sujet sous l'angle de la régie d'entreprise. À mon avis, la régie d'entreprise et la prise de décision sont en fait des questions très intimement liées.

Ces dernières années, la régie d'entreprise a été au premier plan des préoccupations des dirigeants d'entreprise, des investisseurs et des universitaires. La question a fait l'objet de longs débats et d'importantes étapes ont été franchies. D'autres progrès seront sans aucun doute réalisés sous peu. C'est dans ce contexte que je vous invite à vous joindre à moi dans un exercice de projection futuriste portant sur les principes de la régie d'entreprise, disons, en l'an 2000. Les questions que nous nous posons à l'heure actuelle seront-elles encore en tête de liste à ce moment-là ? L'expérience acquise permettra-t-elle de confirmer l'efficacité prévue des principes que nous jugeons pertinents à l'heure actuelle ? Les 14 principes proposés par la Bourse de Toronto dans le rapport qui vient d'être adopté et qui sont en vigueur depuis le 1er juillet 1995 continueront-ils de faire partie de la culture du secteur des entreprises ? Soulignons que Peter Dey, président du comité de la Bourse de Toronto, a déjà affirmé que plus de la moitié des entreprises canadiennes ne se conforment à aucune des 14 règles retenues par le groupe de travail.

L'INFLUENCE CROISSANTE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

JE VEUX D'ABORD SIGNALER que l'un des facteurs dont il faudra tenir compte sur le plan de l'évolution future de la régie d'entreprise est le pouvoir croissant des investisseurs institutionnels. Par investisseurs institutionnels, j'entends les caisses de retraite, les fonds mutuels et les compagnies d'assurance. Selon les analyses statistiques les plus récentes, la présence des investisseurs institutionnels s'affirme fortement dans presque tous les pays industrialisés.

Aux États-Unis, les actifs gérés par les investisseurs institutionnels atteignaient la somme de 6 500 milliards de dollars en 1990, soit plus de 20 p. 100 de tous les actifs financiers américains. À l'heure actuelle, ces investisseurs sont très actifs sur le marché boursier et ils contrôlent environ 50 p. 100 des ratios cours-bénéfices des 1 000 entreprises américaines les plus importantes. Il y a 15 ans, ce chiffre atteignait à peine les 30 p. 100. Ainsi, les investisseurs institutionnels détenaient récemment plus de 50 p. 100 des actions de sociétés telles que IBM, General Electric, Philip Morris, Bristol Myers, Coca-Cola et plusieurs autres.

Il y a aussi eu au Canada une hausse très prononcée des activités des investisseurs institutionnels. Les caisses de retraite ont connu une croissance annuelle moyenne de 16 p. 100 pendant les 13 dernières années et le total de leurs actifs atteint maintenant les 290 milliards de dollars. La croissance des fonds mutuels a été encore plus prononcée, avec une progression annuelle moyenne de 30 p. 100 au cours des 12 dernières années. Les fonds mutuels détiennent actuellement des actifs d'environ 115 milliards de dollars, tandis que les avoirs détenus par les compagnies d'assurance atteignent environ les 125 milliards de dollars. Dans l'ensemble, on peut donc parler d'une industrie chargée de gérer des actifs d'une valeur de 530 milliards de dollars, presque l'équivalent de la dette fédérale canadienne, ou plus de 18 000 $ par habitant. Les transactions des investisseurs institutionnels canadiens touchent plus des deux tiers des actions inscrites à la Bourse de Toronto.

Avec des actifs de 47 milliards de dollars, dont 12 milliards de dollars placés dans des actions de sociétés canadiennes, la Caisse de dépôt et placement du Québec est l'investisseur le plus important du marché boursier et le chef de file parmi les gestionnaires de fonds publics au Canada. La Caisse détient des actions de plus de 250 sociétés canadiennes et son portefeuille d'actions intervient pour environ 4 p. 100 des titres échangés à la Bourse de Toronto.

En somme, les investisseurs institutionnels exercent une influence croissante. Ils peuvent et, à mon avis, ils auront une incidence appréciable sur la régie d'entreprise et l'évolution des pratiques en matière de placements.

Quels principes de régie d'entreprise s'appliqueront-ils en l'an 2000 ?

Revenons à mon exercice de futurologie ou de fiction économique. Dans ce contexte, examinons dans quelle mesure et de quelle façon les modèles de régie d'entreprise devraient évoluer d'ici l'an 2000. L'indépendance de la majorité des membres des conseils d'administration sera-t-elle considérée comme un élément essentiel ? Jugera-t-on nécessaire de séparer les fonctions de président du conseil et de chef de la direction ? Quelle sera la taille appropriée du conseil d'administration ? Comment les rapports entre les conseils d'administration et la haute direction des entreprises évolueront-ils ?

Je pense que vous conviendrez que le premier élément à considérer lorsqu'on aborde la question de la régie d'entreprise est son aptitude à augmenter la richesse des actionnaires et la rentabilité de l'entreprise. Je soutiens que ce facteur, d'un intérêt primordial à l'heure actuelle, demeurera tout aussi important en l'an 2000 qu'il l'est maintenant. Reste à savoir, toutefois, si tous les principes qui, selon nous, contribuent vraisemblablement à l'augmentation de la valeur des actions des sociétés seront encore perçus de la même façon en l'an 2000.

Dans leur rapport, les membres du comité de la Bourse de Toronto ont proposé des lignes directrices visant à assurer une régie d'entreprise efficiente. Ce rapport précise que la tâche principale du conseil d'administration consiste à surveiller et à contrôler les activités de l'entreprise. Le rapport souligne notamment que le conseil d'administration devrait s'employer à adopter un processus de planification stratégique et une politique de communications. Il devrait aussi veiller à maintenir l'intégrité du système d'information et de gestion internes de l'entreprise. Il devrait en outre se préoccuper d'assurer une succession ordonnée au niveau des cadres supérieurs de l'entreprise en choisissant, formant et surveillant les cadres de direction de la société. Enfin, il devrait déterminer les risques qui entourent les activités de l'entreprise, ainsi que les nouveaux risques financiers, y compris ceux qui se rattachent à l'emploi d'effets accessoires, pour ne citer qu'un exemple qui a suscité beaucoup de controverse au cours des dernières années.

Les responsabilités fondamentales des membres des conseils d'administration ne devraient pas se modifier dans les années à venir. Les tâches et la charge de travail des membres de conseil d'administration ne devraient pas diminuer, étant donné la mondialisation des marchés, la concurrence accrue et l'interdépendance économique. Au contraire, c'est l'inverse qui devrait se produire.

ANALYSE SOMMAIRE DE L'EXPÉRIENCE ACQUISE EN MATIÈRE DE RÉGIE D'ENTREPRISE

ON PEUT SE DEMANDER SI les principes de régie d'entreprise permettront de favoriser et de maintenir un équilibre harmonieux entre les pouvoirs de la haute direction de la société et les prérogatives du conseil d'administration. Des spécialistes américains, y compris Michael Useem dans l'ouvrage qu'il a publié en 1993 sous le titre *Executive Defense*, ont analysé de quelle façon les modèles de régie d'entreprise ont évolué au fil du temps. Ils ont constaté que les cadres supérieurs ont presque toujours réussi à maintenir un contrôle effectif sur les sociétés qu'ils dirigent. Les résultats de cette analyse reflètent probablement la situation qui prévaut aux États-Unis, où trois entreprises sur quatre sont des sociétés au capital dispersé. Au Canada, les proportions sont inversées puisqu'une entreprise sur quatre fait partie de la catégorie des sociétés à propriété dispersée.

Néanmoins, il nous faut aussi admettre qu'une participation active et efficace des conseils d'administration ne fait pas nécessairement partie de la culture traditionnelle de l'entreprise. Il n'y a pas tellement longtemps et encore aujourd'hui, quoique moins fréquemment, on concevait que les conseils d'administration devaient tout simplement soutenir la haute direction de l'entreprise au lieu d'être proactifs. Très souvent, ils se contentaient de ratifier les recommandations de la haute direction sans soulever de questions embarrassantes ou critiquer la façon de faire les choses. Heureusement, la situation est en voie d'évoluer et, comme le veut l'adage, « après la pluie, le beau temps ».

Au cours des 15 dernières années, des entreprises ont fait face à des désastres financiers gigantesques. Des sociétés considérées jusque-là comme invincibles ont vu leur part du marché et leur rentabilité se contracter de façon draconienne. On a assisté à une vague sans précédent d'offres publiques d'achat et ces événements ont à leur tour déclenché un processus d'évolution. Les actionnaires sont devenus plus vigilants, rendant ainsi les dirigeants de sociétés plus ouverts aux questions de régie d'entreprise.

Ces événements ont incité les actionnaires à réagir, y compris plusieurs investisseurs institutionnels comme la CalPERS de la Californie, que l'on peut certes considérer comme un chef de file en matière de démocratie dans le milieu des affaires. Ces investisseurs institutionnels n'ont pas hésité à prendre des mesures-chocs à l'égard de certaines entreprises, afin d'accélérer l'adoption de principes de régie d'entreprise de plus en plus reconnus et acceptés. On peut se demander pour quelle raison tous les investisseurs institutionnels n'ont pas été aussi actifs que la CalPERS. Je crois que ce thème a été examiné aujourd'hui ou qu'il le sera demain.

Donc, les actionnaires sont devenus dans l'ensemble beaucoup plus attentifs à la qualité de la gestion (notamment les investisseurs institutionnels), sans pour autant négliger les résultats quantitatifs. Dans des cas précis, l'interventionnisme des investisseurs institutionnels a donné des résultats tangibles. Par exemple, une étude réalisée par la société New Generation Research de Boston, citée dans un numéro récent de *Pension and Investment*, a révélé que, dans sept des neuf cas analysés, des changements attribuables aux pressions exercées par des investisseurs institutionnels en vue de à corriger une gestion déficiente se sont traduits par une hausse du cours des actions et donc de la valeur de l'entreprise. Parmi les cas étudiés, mentionnons les sociétés Allied Signal, American Express, GM, IBM et Kodak.

Au Canada, tout s'est passé de façon moins précipitée parce que les circonstances et la structure de propriété des entreprises étaient différentes. En fait, tout s'est déroulé de façon typiquement canadienne. Nous avons pu tirer des leçons valables de l'expérience américaine, qui se déroulait sous nos yeux, et les investisseurs institutionnels n'ont pas lancé d'ultimatum aux entreprises canadiennes. Des corrections se sont faites et des mesures furent adoptées dans un climat beaucoup plus calme, notamment à une époque où les gestionnaires

des entreprises étaient beaucoup plus réceptifs à la notion de respecter les principes de la régie d'entreprise.

FACULTÉ D'ADAPTATION DES ENTREPRISES ET DE LEURS DIRIGEANTS

DANS L'ENSEMBLE, COMME JE L'AI SIGNALÉ PLUS TÔT, de véritables progrès ont été accomplis. De plus, et j'estime qu'il importe de le souligner, la capacité d'adaptation des gestionnaires aux exigences du contexte dans lequel l'entreprise évolue – peu importe que ces exigences soient imposées ou non par le législateur ou des investisseurs institutionnels – demeure remarquable. Je crois aussi qu'il faut faire en sorte que les principes de régie d'entreprise s'adaptent aux circonstances et tiennent compte de l'expérience acquise.

Dans ce contexte, une question qu'il faudrait probablement soulever consiste à se demander si les principes de régie d'entreprise devraient s'appliquer uniformément à toutes les sociétés. Je crois personnellement que ce ne devrait pas être le cas. À mon avis, ils devraient être appliqués avec souplesse et s'adapter à la structure de propriété de l'entreprise. En général, on a défini ces principes en se fondant implicitement sur des entreprises d'une certaine dimension. Pour des sociétés plus petites inscrites en bourse, notamment celles à l'intérieur desquelles le fondateur demeure toujours un actionnaire important, il y a un risque véritable que la régie d'entreprise demeure une question d'importance plutôt théorique. Ce piège doit être évité – et il peut l'être –, pourvu que l'on trouve le moyen d'insuffler une dose de souplesse raisonnable dans les règles de régie d'entreprise de façon à reconnaître les particularités positives de ces sociétés. Dans le cas d'une entreprise individuelle, la haute direction consacre souvent des efforts et des capitaux importants aux activités d'affaires et la croissance de la société est fréquemment liée aux qualités de chef de file du fondateur. En tant qu'actionnaire principal, l'intérêt du fondateur dans le succès de l'entreprise joue un rôle déterminant sur le plan des efforts déployés, des investissements et de l'expansion de la société. La régie d'entreprise devrait tenir compte de ce contexte puisqu'on dénombrera probablement beaucoup plus d'entreprises individuelles dans la nouvelle économie.

Dans le cas d'une société de portefeuille, les intérêts des actionnaires minoritaires doivent être pris en considération d'une manière ou d'une autre, de façon à assurer un équilibre entre les intérêts de tous les actionnaires. C'est dans ce contexte que la Caisse a jugé absolument essentiel d'établir le principe que la composition du conseil d'administration devait être le reflet de la structure du capital détenu sous forme d'actions.

Enfin, dans une société au capital dispersé, les cadres peuvent avoir tendance à prendre beaucoup de place, comme vous le savez. Afin d'éviter les abus, le conseil d'administration doit percevoir son rôle comme étant de faire

contrepoids à la haute direction, afin de protéger ainsi les intérêts de tous les actionnaires.

Une autre question sur laquelle il sera peut-être nécessaire de se pencher à nouveau est celle de la taille des conseils d'administration. Une enquête récente auprès de 100 entreprises américaines importantes par la société Spencer Stuart a révélé que la taille des conseils d'administration est en voie de diminuer (pour atteindre une moyenne de 13 membres, comparativement à 15, il y a quelques années) et qu'ils comprennent maintenant un nombre plus élevé d'administrateurs indépendants (un rapport de quatre à un). Selon la même étude, toutefois, les conseils se réunissent moins souvent que par le passé et le rôle des comités tend à devenir plus important. On peut donc se demander s'il est possible que le pouvoir soit en voie de se concentrer dans les mains d'un petit nombre de personnes ou de quelques comités clés, sur lesquels on ne retrouve qu'un nombre restreint de membres du conseil d'administration. Sans être en mesure de répondre de façon définitive à cette question, elle semble être suffisamment importante pour mériter beaucoup de vigilance de notre part; autrement, l'objectif de la régie d'entreprise, qui vise à stimuler la démocratie dans le milieu des affaires, pourrait être compromis d'une façon ou d'une autre.

Une autre question intéressante est celle de la croissance prévue des fonds mutuels, à mesure que les personnes choisiront d'être plus autonomes sur le plan de la planification de leur retraite. Les fonds mutuels s'intéresseront-ils de façon active aux questions de régie d'entreprise ? Rappelons-nous que, selon les prévisions, un travailleur sur quatre sera à son propre compte en l'an 2000. Par conséquent, n'y a-t-il pas lieu de croire que les fonds mutuels et, du même coup, les compagnies d'assurance auront une plus grande visibilité et s'intéresseront davantage à la régie d'entreprise ? Si les porte-parole de ces organismes ont exprimé leurs vues jusqu'à ce jour, c'est probablement plus souvent dans les allées du pouvoir que dans des forums publics que cela s'est produit. Les choses changeront-elles dans l'avenir ? Il est sans doute concevable qu'elles soient appelées à changer, mais cela sera effectivement fonction non seulement du comportement des gestionnaires des fonds mutuels et des compagnies d'assurance mais aussi de l'appui qu'ils recevront de leur propre clientèle, ce qui en définitive dépendra de l'aptitude que l'on reconnaîtra aux principes et aux pratiques de régie des sociétés d'améliorer la rentabilité de l'entreprise et la richesse des actionnaires au fil du temps. Il est donc nécessaire de protéger la crédibilité de la régie d'entreprise et de sa pertinence sur le plan du rendement des sociétés.

INFORMATION : LA DEMANDE DES INTERVENANTS ET L'UTILISATION QU'ILS EN FONT

POUR PASSER À UN AUTRE ASPECT DE LA QUESTION, j'estime qu'il faudra accorder plus d'attention non seulement au rôle des conseils d'administration mais aussi aux outils dont ils ont besoin pour s'acquitter de leurs tâches. En

fait, on s'est beaucoup intéressé jusqu'ici aux caractéristiques des conseils d'administration, telles que leur indépendance, le processus de nomination, leur dimension, etc. Ce sont sans aucun doute des particularités essentielles. Toutefois, si les conseils doivent assurer une surveillance efficace des activités de gestion, il deviendra de plus en plus important pour les entreprises de disposer d'objectifs d'affaires clairement définis, accompagnés d'un système de gestion de l'information efficace.

En l'an 2000, nous évoluerons en fait dans une économie de l'information, à l'intérieur de laquelle les connaissances donneront sans aucun doute accès à un niveau de pouvoir élevé. Si nous faisions une enquête à l'heure actuelle auprès des membres de conseils d'administration, je pense que nous découvririons qu'ils veulent obtenir plus de renseignements factuels et stratégiques, qu'ils exigent plus que jamais des outils modernes de surveillance de la gestion et qu'ils demandent une participation plus étroite à la préparation des décisions stratégiques de l'entreprise. À mon avis, telle est la réponse que nous recevrions de la plupart des membres de conseil d'administration et celle-ci serait conforme à la théorie de la régie d'entreprise.

En pratique, toutefois, il faut se poser les questions suivantes : comment les conseils d'administration utilisent-ils l'information de gestion, dans quelle mesure les conseils sont-ils efficaces pour préciser l'information dont ils ont besoin et comment arrivent-ils à s'acquitter de leur rôle en matière de mise au point des orientations stratégiques de l'entreprise ? Très souvent, les interventions des membres de conseil d'administration demeurent timides et elles sont axées naturellement sur des questions d'exploitation quotidienne et non sur des orientations stratégiques majeures. Est-ce attribuable à un manque d'intérêt ou de préparation ? Est-ce que les membres craignent de faire des erreurs ? Faudrait-il jeter le blâme sur les dirigeants de l'entreprise ou sur le président du conseil pour négliger de motiver les membres et de gérer la dynamique du conseil d'administration ? Est-ce attribuable à un manque de formation de la part des membres du conseil moins expérimentés ? Sans égard aux raisons qui expliquent ce comportement, il y a un malaise qui empêche la mise au point de saines pratiques de régie d'entreprise ou l'application dans les faits de la théorie de la régie d'entreprise. Si ce malaise n'est pas dissipé, la régie d'entreprise ne se traduira pas par une meilleure gestion de l'information et elle n'aura jamais l'effet véritable voulu d'entourer les dirigeants de l'entreprise d'administrateurs aptes à alimenter le processus de prise de décision, notamment le processus de détermination d'une orientation stratégique. En somme, c'est véritablement la crédibilité de la régie d'entreprise qui, à mon avis, est en jeu, en ce sens qu'elle court le risque de devenir désuète à moins qu'on ne la perçoive comme un élément positif qui contribue à améliorer le sort des actionnaires.

J'estime qu'un système d'information de gestion efficient doit être articulé autour d'objectifs stratégiques et d'éléments déterminants de la réussite de l'entreprise. Pour y arriver, il faut pouvoir compter sur un apport important de la haute direction, beaucoup de temps, d'effort et de dévouement de la part des

administrateurs et le maintien d'un dialogue fructueux entre les deux groupes d'intervenants. Il est essentiel de se situer au cœur même de la régie d'entreprise. Ce système devrait aussi permettre aux membres du conseil d'administration de prendre connaissance et de mesurer en temps utile les véritables risques auxquels l'entreprise est exposée. Cette condition semble essentielle si nous voulons que les membres du conseil d'administration soient de véritables participants à l'orientation stratégique de l'entreprise. Pour ce faire, les sociétés doivent donc passer de la théorie à la pratique en matière de régie d'entreprise.

En s'acquittant correctement de ses responsabilités, un conseil d'administration peut espérer engager un dialogue constructif avec les dirigeants de l'entreprise et les amener, en temps utile, à rectifier certaines situations ou à entreprendre des changements d'orientation nécessaires pour assurer une croissance à long terme. Il n'est donc pas suffisant pour un conseil d'administration d'être indépendant, d'avoir une taille optimale, d'être choisi par un comité externe ou d'avoir un président qui n'est pas en même temps le PDG de la société. Il doit aussi jouer son rôle et s'acquitter des tâches de surveillance et de contrôle dont j'ai parlé plus tôt. Je recommande donc d'accorder plus d'attention au rôle des conseils et aux instruments dont ils ont besoin, y compris, dans la mesure nécessaire évidemment, des programmes de formation à l'intention des administrateurs qui ne sont peut-être pas aussi familiers qu'ils devraient l'être avec le processus de prise de décision de l'entreprise ou avec les aspects complexes des activités de la société dont ils sont les administrateurs.

GROUPES D'INTÉRÊT ET RÉGIE D'ENTREPRISE

ON NE PEUT PARLER DE L'AN 2000 DANS LE CONTEXTE de la régie d'entreprise sans évoquer aussi l'apparition d'une nouvelle force, qui exercera une influence sur les modèles de régie d'entreprise que nous avons mis au point à ce jour. Je fais allusion ici aux groupes d'intérêt de plus en plus puissants et de mieux en mieux organisés. Le progrès technologique et sa diffusion – il y maintenant un ordinateur dans un foyer sur trois – ainsi que l'amélioration du niveau de scolarité de la population en général auront pour effet, à mon avis, de favoriser un rôle plus actif pour les groupes d'intérêt, allant des organisations pour les jeunes aux groupes de l'âge d'or, y compris les pacifistes, les écologistes et les défenseurs de tout un éventail de questions socio-économiques. Tous ces groupes tenteront de se faire entendre. Il faut s'attendre que les partisans de ces causes, mieux outillés que jamais, s'adresseront aux milieux des affaires pour promouvoir les positions qu'ils défendent. En particulier, les membres de la haute direction des sociétés devront être sensibilisés à ces tendances. Il faut prévoir que le nombre d'interventions sur une gamme plus vaste de sujets augmentera pendant les assemblées générales. Les cadres des sociétés devront apprendre à maîtriser cette dynamique, peu importe qu'ils se sentent à l'aise ou non avec ce genre de débat. Les investisseurs institutionnels – et leurs déposants et bénéficiaires auprès desquels ils doivent rendre des

comptes – seront aussi influencés par les opinions de ces groupes. Des projets d'investissement pourraient être retardés ou même abandonnés par suite de pressions exercées par des groupes d'intérêt.

Les dirigeants d'entreprises devront donc considérer non seulement les intérêts de leurs actionnaires, mais aussi ceux de ces groupes très hétérogènes et ils devront tenter de les concilier avec les intérêts légitimes de l'entreprise. La réussite des sociétés commerciales dépendra de plus en plus de l'aptitude de leurs dirigeants à faire des arbitrages entre ce vaste éventail d'intérêts parfois divergents. Il semble que la recherche d'un équilibre à long terme entre les attentes des actionnaires, des travailleurs et des groupes d'intérêt deviendra une priorité.

À ma connaissance, on n'a accordé jusqu'ici que relativement peu d'attention aux groupes d'intérêt. Le rapport Dey, un document par ailleurs très valable, effleure à peine ce sujet. Si cette tendance s'accentue, et je pense qu'il en sera ainsi, il faudra lui accorder plus d'attention.

CONCLUSIONS

EN SOMME, J'ESTIME QUE LA RÉGIE D'ENTREPRISE, telle qu'on la perçoit à l'heure actuelle, devra non seulement évoluer au cours des quelques prochaines années mais qu'elle devra aussi faire des progrès considérables pour continuer d'être pertinente. Les apports à la question de la régie d'entreprise ont été valables jusqu'ici, mais il faut admettre que certains principes, que nous considérons comme tout à fait incontestables pour l'instant, puissent devenir moins pertinents dans l'avenir et, ce qui importe davantage, puissent ne pas survivre à l'analyse, une fois que les entreprises, les investisseurs, les universitaires et toutes autres personnes intéressées à la question auront accumulé une plus vaste expérience. Par ailleurs, il se peut fort bien que des principes, encore inconnus à l'heure actuelle, puissent voir le jour à mesure que de nouvelles priorités et de nouveaux modèles de régie d'entreprise prendront forme.

De toutes les questions qui pourraient être soulevées pendant les cinq prochaines années, la plus fondamentale semble être la suivante : Sera-t-il possible, en l'an 2000, de démontrer qu'une politique de régie d'entreprise contribue efficacement à l'amélioration du rendement d'une société et à la richesse des actionnaires ? De plus, peut-on s'attendre que les investisseurs seront disposés davantage à considérer la rentabilité de l'entreprise dans une perspective à plus long terme, de sorte que les questions comprises dans le cadre plus général de la régie d'entreprise pourront être prises en compte ? À l'heure actuelle, nous ne sommes pas en mesure d'établir un rapport de cause à effet entre la régie d'entreprise et le rendement des sociétés. Tant que nous ne pourrons pas démontrer qu'il existe un rapport entre les deux, les principes de régie d'entreprise feront l'objet, dans le meilleur des cas, d'une attention polie ou, peut-être plus souvent, d'un scepticisme généralisé.

Le fait de convaincre une entreprise d'adopter et d'appliquer une politique de régie d'entreprise est certes une bonne chose. Mais il est préférable de s'assurer que de telles politiques ont pour effet d'améliorer le rendement de l'entreprise. L'élément essentiel d'une politique de régie d'entreprise devrait être son aptitude à soutenir et à améliorer le rendement des sociétés. Par conséquent, si l'objectif visé est le rendement de l'entreprise, et étant donné que le monde des affaires continuera d'évoluer rapidement dans un avenir prévisible, je tiens à souligner la nécessité d'entreprendre des travaux de recherche systématiques dans les années à venir afin de déterminer l'efficacité véritable des principes de régie d'entreprise au regard du dynamisme et de la croissance des sociétés. Plus précisément, je tiens à inviter tout spécialement le monde universitaire à entreprendre des projets de recherche dans ce domaine et à collaborer avec les milieux d'affaires et la collectivité des investisseurs institutionnels afin que chacun profite des opinions et de l'expérience de l'autre. À mon avis, ce sera la façon la plus productive de s'assurer que la régie d'entreprise demeure pertinente et axée sur son objectif fondamental, tout en lui permettant d'évoluer au fil du temps et à la lumière de l'expérience acquise.

Afin de conclure et, d'une certaine façon, de mettre en relief ce qui, à mon avis, devrait caractériser les pratiques de régie d'entreprise lorsque nous les examinerons de nouveau en l'an 2000, permettez-moi d'ajouter deux observations finales. Premièrement, si l'amélioration du rendement de l'entreprise doit continuer d'être l'objet de la régie des sociétés, comme il se doit, il est essentiel que le rendement de l'entreprise soit considéré dans le contexte plus vaste des intérêts à long terme de l'entreprise. Les actionnaires et les administrateurs ainsi que les cadres de l'entreprise doivent tourner leur attention au-delà du prochain trimestre ou des résultats financiers de l'année suivante; autrement, la régie d'entreprise n'aura réussi qu'à créer un vaste malentendu. Deuxièmement, la régie d'entreprise doit sans aucun doute être axée sur le rôle des conseils d'administration. Néanmoins, le rendement de l'entreprise nécessite aussi un leadership de la part des cadres de l'entreprise et une efficience en matière de gestion. Par conséquent, on ne peut pas considérer la régie d'entreprise comme un substitut pour des cadres supérieurs compétents, efficients et avisés. Une saine régie d'entreprise doit créer un esprit de partenariat entre les cadres de l'entreprise, les conseils d'administration et les investisseurs.

NOTE

1 Jean-Claude Delorme s'est joint à la Caisse de dépôt et placement du Québec en juillet 1990 à titre de président du conseil et de chef de la direction; il a démissionné de ce poste le 30 mars 1995.

Ronald J. Daniels
Doyen, Faculté de droit
Université de Toronto

et

Randall Morck
Faculté d'administration des affaires
Université de l'Alberta

20

La régie d'entreprise au Canada : Les choix sur le plan des politiques

INTRODUCTION

LES GENS QUI ONT DE L'ARGENT NE SAVENT SOUVENT PAS comment faire des percées en affaires, tandis que ceux qui ont le sens des affaires n'ont souvent pas les fonds nécessaires. Les institutions financières et les marchés financiers contribuent à rapprocher ces personnes; ils permettent à celles qui ont des fonds à placer d'investir dans des entreprises dont les gestionnaires sont à la recherche de capitaux pour financer une expansion ou entreprendre de nouveaux projets. Les lois touchant à la régie d'entreprise visent à empêcher les dirigeants d'entreprise de gaspiller ou de détourner les fonds des investisseurs.

On peut difficilement exagérer l'importance de bonnes règles de régie d'entreprise. Elles servent de fondement à la confiance des investisseurs. Lorsque les investisseurs font confiance aux gestionnaires d'entreprise, ces derniers peuvent facilement obtenir les capitaux dont ils ont besoin; lorsque la confiance des investisseurs est secouée, l'inquiétude qui s'ensuit touche tout le monde et même les entreprises bien gérées ont de la difficulté à attirer des capitaux externes. Pagano, Panetta et Zingales (1994) ont décrit les difficultés énormes qu'éprouvent les entreprises italiennes à attirer des capitaux de l'extérieur et les attribuent à des problèmes de régie d'entreprise. Shleifer et Vishny (1995) ont mis en relief des problèmes encore plus graves dans les économies post-socialistes.

Les problèmes de régie d'entreprise au Canada sont modestes par rapport à ceux de l'Italie et de la Russie, mais les investisseurs canadiens ont aussi besoin d'être rassurés que leurs fonds ne seront pas détournés ou dilapidés. Les investisseurs qui craignent de tels actes exigent des rendements élevés sur les titres qu'ils acquièrent; les marchés génèrent ces rendements en permettant aux investisseurs d'acheter des titres à bas prix. C'est manifestement le cas en

Italie et dans d'autres pays où l'investisseur moyen sait qu'il doit s'attendre à des pratiques médiocres ou malhonnêtes sur le plan de la régie d'entreprise. Cette constatation s'applique aussi aux États-Unis où les cours des actions de sociétés perçues comme ayant des problèmes de régie interne comportent un escompte (Morck et coll., 1988).

Il serait naïf de penser que ces problèmes ne se posent pas au Canada. En effet, plusieurs études contenues dans le présent volume indiquent clairement qu'il y aurait lieu d'améliorer la régie d'entreprise au pays. Cela aurait principalement pour effet de faciliter aux entreprises canadiennes l'accès aux fonds des investisseurs sans pénaliser ces derniers. La baisse correspondante des coûts de financement contribuerait à renforcer la position concurrentielle des entreprises canadiennes par rapport à leurs rivales étrangères.

En dépit de la longue liste de problèmes de régie d'entreprise examinés dans le présent volume, de nombreuses entreprises canadiennes sont très bien gérées. Cet état de fait reflète habituellement les principes moraux qui animent ceux qui détiennent les postes de commande. Mais il y a des exceptions, c'est-à-dire, des cas de conduite et de prise de décision douteuse par des cadres supérieurs d'entreprise, allant de transactions intéressées à des vols flagrants. Dans un univers imparfait où de tels comportements demeurent toujours un danger, les investisseurs ne peuvent compter uniquement sur la rigueur des principes des gestionnaires. Le droit a un rôle précis à jouer. Des normes de comportement et de responsabilité doivent être maintenues et perçues comme telles par les investisseurs. Plusieurs des mesures proposées ci-dessous visent donc à améliorer la divulgation et la transparence, ainsi que le comportement et la responsabilité des gestionnaires.

Les entreprises et les lois qui les guident en sont venues à mettre au point de puissants instruments pour faire échec aux abus de leurs dirigeants. Dans le présent chapitre, nous examinons certains de ces instruments de contrôle et nous proposons un certain nombre de mesures visant à les renforcer. Ces mesures ressortent des études présentées dans ce volume et du nombre croissant de recherches empiriques approfondies publiées dans le domaine de la régie d'entreprise. Lorsqu'on envisage des questions économiques comme celles qui sont abordées dans le présent volume, les conclusions découlant d'études individuelles apportent rarement des solutions définitives aux problèmes qui se posent. Le courant de pensée dominant parmi les économistes n'a tendance à se modifier que sur la foi d'observations très convaincantes. Il n'est pas étonnant que l'élaboration des politiques publiques suive un cheminement semblable. Nous avons donc adopté une attitude de non-intervention dans les cas où, selon nous, les preuves empiriques sont insuffisantes et nous ne présentons des recommandations concrètes que lorsque les observations le justifient. En conclusion de ce chapitre, nous analysons les principes de réglementation de la régie d'entreprise et nous examinons pourquoi ils conviendront à l'économie canadienne dans les années à venir.

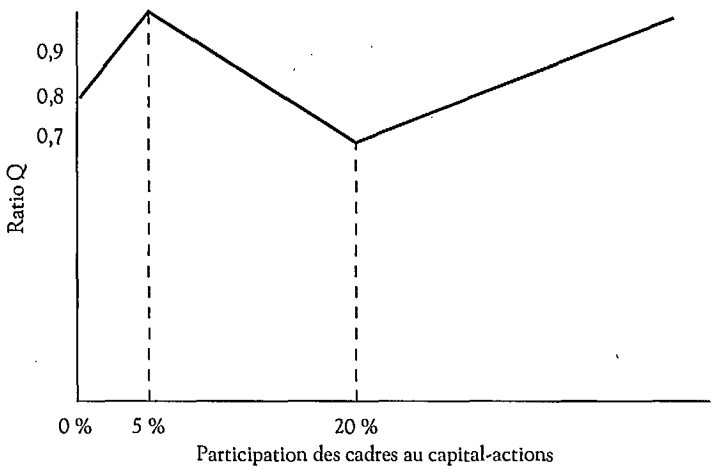
MESURES QUI PERMETTRAIENT D'AMÉLIORER LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

PARTICIPATION DES GESTIONNAIRES AU CAPITAL-ACTIONS

SI LES GESTIONNAIRES DÉTIENNENT DES ACTIONS DANS LES ENTREPRISES qu'ils dirigent, ils devraient être moins enclins à prendre des décisions qui feront chuter le prix des actions. La valeur des actions d'une société devrait donc être plus élevée, en général, lorsque les gestionnaires en détiennent un plus grand nombre. Mais, au delà d'un certain niveau, une participation plus grande au capital-actions aura pour effet d'inciter les cadres de l'entreprise à se retrancher. Lorsque ce niveau est atteint, la valeur des actions de l'entreprise devrait commencer à diminuer à mesure qu'augmente la participation des gestionnaires au capital-actions. Morck et ses collaborateurs (1988) ont mis en relief cette tendance à partir de données sur les grandes entreprises américaines. Comme l'illustre la figure 1, la valeur des actions augmente de pair avec la participation des cadres, sauf entre 5 et 20 p. 100, ce qui donne à penser que c'est dans cet intervalle que l'effet du retranchement des cadres se manifeste.

FIGURE 1

RAPPORT ENTRE LA PARTICIPATION DES CADRES AU CAPITAL-ACTIONS ET LES RATIOS Q (RATIO DE LA VALEUR MARCHANGE À LA VALEUR COMPTABLE) DANS LES GRANDES ENTREPRISES AMÉRICAINES



SOURCE : Morck et coll., 1988.

D'autres études confirment cette tendance, bien que leurs auteurs ne s'entendent pas sur les niveaux exacts de participation au capital-actions au delà desquels le retranchement des cadres se fait sentir. Ainsi, McConnell et Servaes (1990) ont établi l'intervalle de retranchement aux environs de 40 p. 100, mais leur analyse se fonde en bonne partie sur des entreprises de taille plus modeste. De plus, leurs résultats ne font pas état du segment de la courbe qui a une pente positive à partir du seuil de 20 p. 100. Leurs résultats pour ce segment et ceux obtenus par Morck et ses collaborateurs (1988) ne sont pas très robustes en raison de la rareté des données sur les entreprises à propriété restreinte dont les actions s'échangent en bourse aux États-Unis.

Amoako-Adu et Smith présentent une analyse semblable pour les entreprises canadiennes. Les données sur les entreprises où les initiés possèdent moins de 20 p. 100 du capital-actions ne leur ont pas permis de déceler une tendance statistiquement significative. Cela peut être attribuable au nombre restreint d'entreprises canadiennes dans cette catégorie et/ou au fait que les participations inférieures à 20 p. 100 ne sont ordinairement pas divulguées au Canada. Mais les auteurs observent un rapport positif avec la valeur des actions parmi les entreprises où les gestionnaires détiennent plus de 20 p. 100 du capital-actions, corroborant les résultats obtenus par Morck et ses collaborateurs (1988). Rao et Lee-Sing ne décèlent aucun rapport linéaire entre la détention d'actions par des initiés et le rendement de l'entreprise, mais ils n'ont pas cherché à isoler un rapport non linéaire semblable à celui qui ressort de la figure 1. Jog et Tulpule répartissent les entreprises en quatre groupes, allant d'un niveau très faible de participation des initiés au capital-actions à un niveau très élevé, et n'observent aucune différence au niveau du rendement sur l'avoir des actionnaires ou du rendement comptable des entreprises. Comme ils le notent, ce qui limite considérablement la portée de leur analyse du marché boursier est qu'elle ne tient compte que du rendement. Par conséquent, si le prix des actions de certaines entreprises (par exemple, les entreprises à propriété dispersée) entrant dans leur analyse était déprimé d'un montant égal tout au long de la période étudiée en raison de leur structure de propriété, ils obtiendraient exactement les mêmes résultats. Leur étude montre toutefois qu'entre 1977 et 1981, il n'y a eu aucun changement statistiquement significatif du prix des actions des entreprises à propriété dispersée par rapport à celui des entreprises à propriété restreinte. De plus, leurs résultats fondés sur des mesures comptables ne sont pas rigoureusement comparables à ceux de Rao et Lee-Sing ou à ceux d'études réalisées par d'autres chercheurs parce qu'on ne les compare pas à des repères établis en fonction du secteur et de la taille des entreprises.

Dans l'ensemble, nous ne sommes pas plus étonnés que Barone-Adesi de constater que les résultats obtenus pour les entreprises américaines ne s'appliquent pas aux entreprises canadiennes. Il y a de nombreuses différences institutionnelles entre les deux pays (Daniels et MacIntosh, 1991; et MacIntosh, 1993*a*). Les gestionnaires canadiens n'ont à peu près pas à craindre de recours

collectifs de la part des actionnaires et ils peuvent émettre deux catégories d'actions pour conserver le contrôle de leur entreprise, tout en accroissant considérablement le nombre d'actions en circulation. De plus, les prises de contrôle amicales d'entreprises au Canada sont plus difficiles à réaliser en raison des règles sur l'égalité des chances; il se peut aussi que les institutions canadiennes soient plus passives à l'égard des questions de rendement. Toutes ces différences facilitent le retranchement des gestionnaires au Canada. Les études de Amoako-Adu et Smith et de Rao et Lee-Sing concordent avec la notion selon laquelle la plupart des entreprises sont déjà touchées par le phénomène du retranchement des cadres, de sorte qu'une hausse supplémentaire de la part des actions détenue par des initiés aurait probablement pour effet d'augmenter plutôt que de déprimer le cours des actions. Dans ce contexte, les entreprises canadiennes se situent dans le segment le plus à droite de la courbe de la figure 1. La valeur des actions est déjà déprimée à cause du retranchement complet des cadres, de sorte qu'une augmentation du nombre d'actions détenues par des initiés ne peut avoir qu'une influence négative minime, voire nulle. Si l'effet de retranchement est le même peu importe que les gestionnaires détiennent 50 ou 60 p. 100 des actions, il serait alors préférable qu'ils en détiennent 60 p. 100 parce que leurs intérêts personnels se rapprocheraient un peu plus de ceux de l'entreprise.

Si cette notion était confirmée par des preuves empiriques convaincantes, elle servirait alors de point d'appui à une politique visant à encourager activement la propriété par des initiés parmi les entreprises qui possèdent déjà un actionnaire dominant. Mais les preuves empiriques ne sont pas encore tout à fait concluantes. Ainsi Jog et Tulpule n'appuient pas cette conclusion, quoique leur méthodologie vise à examiner d'autres problèmes et qu'elle ne se prête pas à répondre à cette question. Puisque nous considérons que les preuves empiriques sont trop ambiguës pour appuyer une recommandation ferme, nous présentons la proposition un peu plus modeste qui suit.

Proposition n° 1

- L'État ne devrait ni promouvoir ni décourager un niveau quelconque de participation des initiés au capital-actions des entreprises.

NOMINATION D'ADMINISTRATEURS EXTERNES AU CONSEIL

LA *LOI SUR LES SOCIÉTÉS PAR ACTIONS* PRÉVOIT ACTUELLEMENT qu'au moins deux administrateurs indépendants doivent siéger au conseil d'administration d'une société ouverte. En théorie, ces administrateurs externes surveillent les gestionnaires et divulguent, voire même bloquent, les décisions qui pourraient avoir un effet négatif sur la valeur des actions. Weisbach (1988) démontre qu'il est plus probable que les entreprises américaines dont le conseil est constitué

d'une majorité d'administrateurs externes congédient le chef de la direction à la suite d'un rendement financier décevant que les entreprises dont le conseil est dominé par des administrateurs internes. Rosenstein et Wyatt (1990) ont aussi observé que le cours des actions des entreprises américaines avait tendance à augmenter après l'annonce de la nomination d'administrateurs externes au conseil d'administration. Mais Hermalin et Weisbach (1991) n'ont trouvé aucun rapport statistiquement significatif entre la présence d'administrateurs externes au conseil et la valeur des actions de l'entreprise. Ces résultats peuvent signifier que les administrateurs externes exercent une influence minime dans des circonstances normales, mais qu'ils sont en mesure d'imposer l'adoption de mesures correctives lorsque le rendement de l'entreprise est très insatisfaisant. Malgré ces preuves empiriques contradictoires, les membres du comité sur la régie d'entreprise de la Bourse de Toronto (Comité Dey) ont recommandé qu'une majorité des membres des conseils d'administration des entreprises inscrites à la bourse soient des personnes indépendantes.

Il faut souligner que les résultats de Weisbach (1988) s'appliquent aux États-Unis, où la majorité des entreprises sont à propriété dispersée. Au Canada, la plupart des entreprises sont à propriété restreinte et leurs dirigeants sont probablement difficiles à déloger. De plus, il se peut que l'influence des administrateurs externes soit définitivement limitée lorsque le chef de la direction contrôle une majorité des votes des actionnaires. Dans un contexte où prédominent les entreprises à propriété restreinte, la présence d'administrateurs externes a-t-elle vraiment de l'importance ?

Les preuves empiriques rassemblées dans le présent volume semblent indiquer que cela n'a pas beaucoup d'importance. Ni Amoako-Adu et Smith ni Gagnon et St-Pierre n'ont observé de rapport statistiquement significatif entre la proportion d'administrateurs externes siégeant au conseil et le rendement de l'entreprise. Rao et Lee-Sing ont en fait observé un rapport positif entre plusieurs indicateurs de rendement et la proportion d'*initiés* au conseil d'administration. Ces résultats sont compatibles avec ceux des travaux récents de Hermalin et Weisbach (1995), qui soutiennent que les règles prévoyant qu'une certaine proportion des administrateurs doivent être de l'extérieur sont probablement inefficaces parce que les actionnaires et les gestionnaires peuvent toujours trouver des administrateurs externes dociles et passifs. Ils affirment qu'il faut accorder plus de pouvoir et offrir des stimulants plus puissants aux administrateurs externes si l'on veut qu'ils contribuent à améliorer la régie d'entreprise dans l'ensemble de l'économie.

Mais il est peut-être prématuré d'abandonner la piste des administrateurs externes. Amoako-Adu et Smith soulignent à juste titre que les règles de divulgation canadiennes ne permettent souvent pas d'établir si les administrateurs externes sont vraiment indépendants. Par exemple, on ne peut pas considérer que des administrateurs externes qui remplissent aussi les fonctions de conseiller juridique ou de comptable de l'entreprise ou de l'actionnaire dominant soient véritablement indépendants. Il en est de même des cadres d'entreprises

qui sont des fournisseurs ou des clients de la société ou d'autres sociétés contrôlées par son actionnaire principal. Ces administrateurs seront probablement moins enclins que des administrateurs vraiment indépendants à contester les prises de position du chef de la direction par crainte de compromettre leurs autres intérêts commerciaux.

Les membres du Comité Dey ont recommandé de confier au conseil d'administration la tâche de déterminer qui parmi ses membres sont des administrateurs indépendants ou non affiliés et de l'obliger à divulguer publiquement les raisons sur lesquelles repose cette décision (recommandation ayant mené par la suite à l'adoption du règlement nº 636 de la Bourse de Toronto). Cette recommandation accorde beaucoup de latitude aux actionnaires et aux administrateurs en leur permettant de mettre au point des modalités de régie interne convenant à des situations précises, mais son application engendre une certaine confusion dans l'esprit des investisseurs qui s'interrogent sur le sens précis de l'expression « non affilié ». Par conséquent, nous proposons la stratégie suivante pour corriger le problème soulevé par Amoako-Adu et Smith.

Proposition nº 2

- La disposition actuelle de la *Loi sur les sociétés par actions*, qui précise que les conseils d'administration des sociétés ouvertes doivent comprendre au moins deux administrateurs publics, devrait être maintenue. Toutefois, la définition d'un administrateur externe devrait être resserrée considérablement. Pour que l'on puisse établir qu'un administrateur est un administrateur externe aux termes de la *Loi sur les sociétés par actions*, il faudrait qu'il n'ait aucun lien commercial avec l'entreprise ou son actionnaire principal (ou ses actionnaires principaux). En d'autres termes, un administrateur externe ne devrait avoir aucun lien avec les gestionnaires et les propriétaires de l'entreprise. L'actionnaire principal, les conseillers juridiques, les personnes chargées du budget de publicité, les cadres des entreprises faisant affaires avec elle, etc. ne devraient pas être considérés comme des administrateurs externes. Nous recommandons aussi que les entreprises soient tenues de divulguer *tout* lien commercial direct ou indirect de leurs administrateurs avec l'entreprise et avec *toute* entité contrôlée par l'actionnaire principal.

Hermalin et Weisbach (1995) soulignent qu'il est peu probable que l'obligation de nommer un certain nombre d'administrateurs externes contribue en soi à améliorer la régie d'entreprise. Ils soutiennent qu'il faut aussi accorder des pouvoirs suffisants aux administrateurs externes pour qu'ils puissent influencer la direction et leur offrir les stimulants nécessaires pour qu'ils utilisent ces pouvoirs. Nous reviendrons plus loin sur cette question de l'élargissement des pouvoirs des

administrateurs externes, mais nous passons maintenant à la question des incitations ou des stimulants qui influent sur le comportement des administrateurs.

L'un de ces stimulants découle des règles de responsabilité des administrateurs qui, à notre avis, devraient être raisonnables, clairement définies et bien équilibrées. Le régime actuel penche du côté de la sévérité. Nous croyons que des règles trop rigoureuses en matière de responsabilité des administrateurs ont pour effet, en définitive, de décourager de bons candidats de l'extérieur de siéger à des conseils d'administration. On ne devrait invoquer la responsabilité des administrateurs que dans des cas très limités et bien définis car, autrement, cette démarche irait à l'encontre de l'objectif recherché. Il faut mettre au point un système de stimulants mieux équilibré et moins rigoureux, c'est-à-dire, plus rationnel. Nous croyons que ce but pourrait être atteint si l'on modifiait le mode de rémunération des administrateurs.

Un régime de rémunération qui consisterait à offrir aux administrateurs externes seulement un certain nombre d'actions émises dans le public ou d'options d'achat sur celles-ci les rendrait plus attentifs aux intérêts des actionnaires. Cette solution permettrait de tenir compte de la question des stimulants soulevée par Hermalin et Weisbach (1995) et inciterait les administrateurs externes à exercer une plus grande influence sur le rendement de l'entreprise. La rémunération versée aux administrateurs externes est habituellement très modeste, mais le fait de la relier au prix des actions émises dans le public servirait à leur rappeler symboliquement leur responsabilité discrétionnaire. Par conséquent, nous proposons aux gouvernements d'adopter la recommandation suivante.

Proposition n° 3

- La rémunération des administrateurs externes devrait se faire uniquement sous la forme d'actions émises dans le public ou d'options d'achat d'actions. Si l'on retient la voie des options, le prix de levée des options ne devrait pas être modifié après coup lorsque le cours des actions baisse. (Cette pratique – malheureusement répandue dans les régimes de rémunération des chefs de la direction – va à l'encontre des formules de rémunération fondées sur des options, qui visent à établir un lien entre la rémunération et le rendement.) Une meilleure façon de maintenir des stimulants appropriés lorsque le marché fluctue consiste à définir de façon explicite le prix de levée des options en fonction de la valeur d'un portefeuille constitué d'actions d'autres entreprises du même secteur. La rémunération des administrateurs augmenterait lorsque le rendement des actions de l'entreprise dépasse celui du portefeuille de référence des actions des entreprises concurrentes. Le montant et la formule de rémunération des administrateurs devraient faire l'objet d'une divulgation complète.

Une telle exigence aurait pour effet d'habiliter les actionnaires, en incitant davantage les administrateurs à protéger les intérêts des actionnaires.

Une question qu'on ne cesse de soulever dans ce contexte est la prétendue myopie des actionnaires. Selon cet argument, les administrateurs ne devraient pas être rémunérés sous forme d'actions ou d'options parce que les actionnaires ont une vision trop à court terme, tandis que les perspectives optimistes à long terme contenues dans les plans du conseil d'administration s'étendent au-delà de la vision collective des marchés. Giammarino passe en revue l'abondante documentation empirique de plus en plus concluante sur cette question et il démystifie systématiquement la croyance populaire voulant que les actionnaires s'intéressent beaucoup plus au court terme que ne le font les gestionnaires. Il démontre de façon convaincante que le prix des actions évolue en fonction des changements dans les perspectives à long terme des entreprises. L'argument contraire ne résiste tout simplement pas à une analyse rigoureuse[1].

Si la rémunération des administrateurs est liée au rendement de l'entreprise, on peut alors se demander si de bons administrateurs accepteront de siéger au conseil d'une entreprise dont le rendement demeurera décevant pendant qu'une stratégie de relance est en voie d'élaboration. Une rémunération de base pourrait être intégrée aux options en établissant le prix de levée des options à un niveau inférieur au cours actuel des actions. (Nous estimons que la règle actuelle de la Bourse de Toronto qui empêche l'emploi d'un telle formule est inopportune et nous recommandons qu'elle soit modifiée.) Si les administrateurs observent une baisse continue du prix des actions (par rapport à celui des actions d'autres entreprises du même secteur) qui a pour effet d'annuler la valeur de leurs options, les investisseurs seront probablement peu impressionnés par la stratégie de relance du conseil d'administration. Dans ce cas, les actionnaires seront probablement soulagés d'apprendre le départ ou le renvoi des administrateurs responsables du déclin du cours des actions. On peut penser que le fait que les administrateurs ne reçoivent pas de rémunération aura pour effet de précipiter leur départ, ce qui évitera de devoir les forcer à partir. Si une entreprise n'est pas en mesure de persuader une personne de l'extérieur de se joindre au conseil d'administration, il serait alors dans l'intérêt des actionnaires de lui offrir un nombre plus élevé d'options ou d'actions et non de lui accorder un montant en espèces. À notre avis, *il n'y a aucune justification économique à intégrer une garantie à la rémunération des administrateurs*. Après tout, les personnes dont les intérêts sont censés être défendus par les administrateurs – les actionnaires – n'ont pas de rémunération garantie. Nous croyons que la majorité des administrateurs accueilleraient favorablement le passage à un régime de rémunération fondé sur des options ou des actions, si ce changement s'accompagnait d'une rationalisation de la responsabilité des administrateurs comme celle que nous proposons.

Un régime de rémunération fondé sur des actions ou des options présente deux risques dans l'éventualité où des administrateurs décideraient d'agir de façon malhonnête : les opérations d'initiés et la manipulation du cours des

actions. Ces administrateurs pourraient lever leurs options lorsqu'ils savent que l'action est surévaluée, causant ainsi des préjudices aux actionnaires publics; ou encore ils pourraient orchestrer la diffusion de renseignements ou l'annonce de hausses de bénéfices discrétionnaires pour faire monter le cours des actions à l'approche des dates de levée des options. De nombreuses recherches publiées dans le domaine de la comptabilité montrent que les entreprises *manipulent* de cette façon la diffusion de renseignements et les données comptables pour d'autres raisons. Néanmoins, on pourrait facilement régler ce problème en exigeant que les actions ou les options des administrateurs ne puissent être levées avant qu'un laps de temps se soit écoulé après leur départ du conseil. Si les administrateurs doivent attendre, disons deux ans, après leur départ du conseil avant de pouvoir vendre les actions ou lever les options qu'ils ont reçues en guise de rémunération, ils perdront alors une bonne partie de l'avantage qu'ils peuvent avoir sur le plan de l'information par rapport aux actionnaires ordinaires.

Dans le cadre des propositions que nous faisons ici, la tâche d'un administrateur externe deviendra probablement plus difficile. Les entreprises ouvertes devraient donc revoir régulièrement leurs modalités de rémunération des administrateurs afin de s'assurer qu'elles sont à la mesure du temps, de l'énergie et de l'engagement que l'on exige d'eux dans un contexte d'affaires hautement complexe et en mutation rapide.

Taille du conseil d'administration

Est-il préférable d'avoir un conseil de taille restreinte ? Rao et Lee-Sing observent une corrélation négative entre la taille du conseil d'administration et le rendement de l'entreprise. Plusieurs administrateurs d'entreprise actuellement en fonction sont aussi convaincus que le conseil d'administration de certaines grandes entreprises canadiennes a déjà une trop grande taille pour assurer une prise de décision efficace. Néanmoins, nous croyons qu'il serait peu opportun de recourir à des mesures législatives pour réglementer le nombre d'administrateurs devant siéger au conseil. Nous soutenons que la grande taille de certains conseils d'administration est un symptôme de problèmes de régie interne plus sérieux, et non la cause première d'une régie inefficace. Au lieu d'imposer aux entreprises le fardeau de tout un éventail de lois dirigées vers ces symptômes, les politiques publiques devraient s'attaquer aux causes fondamentales des problèmes. Selon nous, les recommandations positives que nous formulons ici mettent l'accent sur ces causes fondamentales et permettraient aux actionnaires d'exiger une réduction de la taille du conseil d'administration dans les cas où cette mesure contribuerait à améliorer le rendement de l'entreprise.

Proposition n° 4

- Les gouvernements ne devraient pas tenter de réglementer la taille du conseil d'administration.

SÉPARATION DES POUVOIRS

RAO ET LEE-SING ONT OBSERVÉ QUE, dans près de 66 p. 100 des entreprises canadiennes figurant dans leur échantillon, le chef de la direction n'était *pas* aussi le président du conseil d'administration. Par contre, dans environ 60 p. 100 des entreprises de l'échantillon américain, le chef de la direction *cumule* la fonction de président du conseil.

Beaucoup de spécialistes en droit constitutionnel considèrent que la séparation des pouvoirs est un élément essentiel au bon gouvernement. Dans le secteur public, le pouvoir ne doit pas être concentré entre les mains d'un nombre trop restreint de personnes car, un jour, une erreur de jugement de l'électorat pourrait conférer à un escroc un pouvoir incontrôlé lui permettant de commettre des actes illicites. Cette formule de bon gouvernement s'applique-t-elle aussi au système de régie d'entreprise ? Certaines preuves empiriques laissent penser que c'est le cas.

Morck et ses collaborateurs (1989) ont conclu qu'il est plus probable qu'un conseil d'administration remplace le chef de la direction après une période de rendement particulièrement insatisfaisant lorsque celui-ci ne cumule pas aussi les fonctions de président de l'entreprise et de président du conseil. De plus, lorsque les trois postes sont détenus par la même personne, il y a plus de chance qu'un rendement insatisfaisant mène à une prise de contrôle hostile au lieu de conduire à la démission du chef de la direction. Il est possible qu'une concentration indue du pouvoir entre les mains du chef de la direction ait pour effet de paralyser le conseil d'administration et d'exposer l'entreprise à des mesures correctives plus draconiennes, comme une prise de contrôle déclenchée par une régie d'entreprise inefficace.

Rao et Lee-Sing n'ont observé aucun rapport significatif entre le rendement général de l'entreprise et la séparation des pouvoirs, tant dans les données canadiennes que dans les données américaines. (Mais ils ont trouvé un rapport positif entre la *concentration* du pouvoir et la croissance de l'entreprise.) Ils n'ont toutefois pas examiné dans quelle mesure les conseils d'administration, au Canada, pourraient être plus enclins à congédier le chef de la direction lorsque le rendement de l'entreprise laisse à désirer.

Le fait de permettre à un cadre talentueux d'assumer plus de responsabilité en agissant comme chef de la direction et président du conseil peut être avantageux pour les actionnaires en réduisant, voire en éliminant, les discussions « inutiles » et en accélérant le processus décisionnel. Toutefois, on peut dire la même chose d'une dictature. On peut soutenir que la démocratie vise à contenir les grands hommes : tel est aussi l'objectif de la démocratie des actionnaires. Néanmoins, nous ne croyons pas qu'une obligation juridique visant à dissocier ces rôles soit nécessaire, et une telle mesure pourrait même être inefficace. Un chef de la direction peut tout aussi bien dénicher un président du conseil docile et passif qu'il peut recruter des administrateurs externes dociles et passifs.

La séparation des rôles de président du conseil et de chef de la direction vise à promouvoir un climat dans lequel les administrateurs dissidents peuvent remettre en question les initiatives du chef de la direction ou de l'actionnaire dominant. Dans une autre partie de notre exposé, nous proposons une meilleure divulgation et la création d'un comité d'examen de la conduite des affaires de l'entreprise comme moyen d'atteindre cet objectif. À notre avis, il s'agit d'une meilleure stratégie générale pour assurer l'habilitation et l'information des actionnaires, qui peuvent alors élire la personne de leur choix au poste de président du conseil d'administration.

Proposition n° 5

- Les gouvernements ne devraient pas adopter de mesures législatives visant à séparer les fonctions de chef de la direction et de président du conseil d'administration.

Rémunération du chef de la direction

Au Canada et aux États-Unis, la rémunération des chefs de la direction fait la manchette. Comme le soulignent Elitzur et Halpern, la rémunération des premiers dirigeants d'entreprise aux États-Unis est jugée trop élevée par de nombreux observateurs et, ce qui est plus important, insuffisamment liée au rendement de l'entreprise. On peut penser que la plupart des actionnaires ne s'objecteraient pas à ce que la rémunération du chef de la direction soit élevée si elle correspondait à un rendement hors pair. Mais si un chef de la direction peut continuer à toucher la même rémunération, sans égard à la qualité de la gestion de l'entreprise, il y a là manifestement un problème.

Signalons que ce problème se limite principalement aux entreprises à propriété dispersée. Dans les autres entreprises, notamment lorsque l'actionnaire dominant est aussi le chef de la direction, la fortune de l'entreprise est intimement liée à celle de son premier dirigeant. Dans ce cas, il ne semble pas utile de lier la rémunération au rendement de l'entreprise par des modalités salariales, des bonis ou des régimes d'options.

Au Canada, on retrouve un certain nombre d'entreprises à propriété dispersée; parfois aussi, les gestionnaires des sociétés à propriété restreinte n'en sont pas les actionnaires dominants. Dans ces cas, il est logique de lier la rémunération des dirigeants au rendement de l'entreprise. Elitzur et Halpern soutiennent dans ce volume que la rémunération des chefs de la direction de ces entreprises n'est pas liée assez étroitement au rendement. Mais nous ne croyons pas qu'il serait judicieux d'imposer ici un lien plus étroit. Il serait préférable de donner aux actionnaires des droits plus fondamentaux et de les laisser déterminer la formule de rémunération du chef de la direction qui convient dans chaque cas.

Les options d'achat d'actions sont une solution que les actionnaires pourraient envisager. Cette formule s'est acquise une mauvaise réputation ces dernières années en raison de la facilité avec laquelle les conseils d'administration en ont remanié les conditions à la demande du chef de la direction. Par exemple, si un chef de la direction s'était vu accorder des options d'achat d'actions de l'entreprise au prix de 50 $ et que le prix de l'action chutait à 25 $, le conseil acceptait trop souvent avec empressement de revoir les modalités des options pour laisser le chef de la direction acheter lesdites actions à 20 $. Le chef de la direction et les membres du conseil d'administration savent pertinemment que l'on ne peut tenir le chef de la direction responsable de tous les mouvements du prix des actions de l'entreprise. Mais en permettant que les options soient rajustées aussi librement on peut se trouver à protéger le chef de la direction contre des baisses du prix des actions dont il serait responsable.

Pour résoudre cette question, nous proposons que les entreprises rémunèrent leur chef de la direction à l'aide d'options dont le prix d'exercice serait lié à l'évolution du cours des actions des entreprises rivales. L'option accordée au chef de la direction pourrait lui permettre d'acheter les actions de l'entreprise à un prix variant à la hausse ou à la baisse, en fonction du cours des actions des autres entreprises du secteur. Cela permettrait d'ajuster les modalités de l'option pour tenir compte des facteurs qui influent sur le prix de l'action au niveau de l'industrie ou de l'économie, tout en laissant au chef de la direction la responsabilité des fluctuations du prix des actions qui sont propres à l'entreprise.

Proposition n° 6

- On devrait rémunérer le chef de la direction en lui accordant des options d'achat d'actions. Celles-ci devraient remplacer son salaire, en totalité ou en partie, mais non simplement s'y ajouter. Le conseil d'administration ne devrait pas pouvoir réviser les modalités de ces options après leur émission. Afin de protéger le chef de la direction contre les fluctuations du prix des actions qui sont indépendantes de son contrôle, le prix d'exercice des options devrait varier automatiquement en fonction d'indices sectoriels ou de marché. Un chef de la direction rémunéré de cette façon ne devrait pas être exposé à des poursuites pour rémunération excessive s'il obtient un rendement supérieur à celui de ses concurrents du même secteur. En outre, il faudrait divulguer le montant et le mode de calcul de la rémunération du chef de la direction.

Il importe que le chef de la direction partage en partie le risque de perte assumé par les actionnaires. Par conséquent, on devrait au départ lui offrir une rémunération sous forme d'options en jeu[2] équivalant à une rémunération

attendue suffisante pour attirer et conserver des candidats de haut calibre. Même si nous comprenons les sentiments qui ont mené à l'adoption de la règle actuelle de la Bourse de Toronto interdisant les options en jeu, nous pensons que cette règle devrait être modifiée. Dans sa forme actuelle, elle ne permet pas de remplacer les traitements et bonis par des options, tout en laissant la porte ouverte à une rémunération très élevée.

Nous ne sommes pas en faveur de lier la rémunération du chef de la direction à une mesure comptable du rendement telle que les bénéfices. Ces mesures se prêtent trop facilement à la manipulation. La structure des comptes de régularisation, par exemple, permet aux gestionnaires de modifier presque à volonté le bénéfice de la période en cours. Elitzur et Halpern présentent un bref aperçu de l'abondante preuve empirique démontrant l'existence de cette pratique. Bien entendu, les prix des actions peuvent aussi être manipulés en orchestrant la publication de renseignements. Pour prévenir ces pratiques, les options consenties au chef de la direction, à l'instar de celles des administrateurs, ne devraient pouvoir être exercées qu'après le départ du bénéficiaire.

Si le traitement du chef de la direction doit être lié au rendement des actions de l'entreprise sur le marché, ce dernier doit également pouvoir en récolter les fruits – sous la forme d'une rémunération très élevée – lorsque l'entreprise enregistre un rendement supérieur. Beaucoup de critiques ont été formulées récemment au Canada au sujet de la rémunération élevée des chefs de la direction. Aux États-Unis, de nombreuses poursuites intentées par des actionnaires contre des gestionnaires ont pour motif une « rémunération excessive ». Jensen (1990) affirme que le véritable scandale n'est pas le niveau de la rémunération des chefs de la direction, mais le fait qu'elle ne traduit pas le rendement de l'entreprise. Il affirme que la crainte de faire l'objet de poursuites pour cause de rémunération excessive explique en partie pourquoi la rémunération des chefs de la direction dans ce pays n'est pas étroitement liée au rendement. Les chefs de la direction ne sont pas disposés à accepter une faible rémunération lorsque le rendement de l'entreprise est mauvais parce qu'ils ne sont pas sûr de pouvoir conserver la rémunération élevée qui leur revient lorsque l'entreprise affiche un bon rendement. Par conséquent, certains font valoir que la rémunération du chef de la direction ne devrait pas être divulguée afin de pouvoir la lier plus étroitement au rendement de l'entreprise sans provoquer la colère des actionnaires. Nous ne croyons pas qu'il serait avisé d'agir ainsi.

Il est dans l'intérêt du public que les actionnaires sachent quelle somme d'argent l'entreprise verse à ses principaux initiés. Par conséquent, nous appuyons d'emblée les modifications apportées récemment aux règlements en vertu de la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* pour imposer une divulgation plus étendue et détaillée des modalités de rémunération des dirigeants. Mais si la divulgation est utile, il est aussi dans l'intérêt du public qu'une bonne gestion soit récompensée. Lorsqu'un gestionnaire touche une rémunération très élevée aux termes d'un régime d'incitation fondé sur des

options, qui semblait raisonnable au moment où il a été élaboré et qui a été accepté par les actionnaires, on ne devrait pas permettre les actions en justice pour rémunération excessive[3].

Nous ne croyons pas que l'État devrait légiférer sur la façon dont le chef de la direction est rémunéré. La proposition que nous avons faite au sujet des options dont le prix d'exercice peut varier s'adresse principalement aux actionnaires et au conseil d'administration. Mais il importe que les gouvernements continuent d'exiger la divulgation de la rémunération du chef de la direction et des principaux dirigeants et que les tribunaux ne soient pas tenus d'entendre les poursuites intentées pour rémunération excessive lorsque la rémunération élevée découle d'un rendement supérieur.

Responsabilité des administrateurs

On observe une tendance croissante au Canada à l'imposition d'une responsabilité plus étendue aux administrateurs. Contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, les législateurs canadiens sont portés à appuyer les devoirs et obligations explicitement décrits dans les lois sur les sociétés par une responsabilité explicite des administrateurs. Un chercheur a récemment relevé pas moins de 106 lois fédérales et provinciales qui imposent une responsabilité personnelle aux administrateurs et aux gestionnaires en Ontario. Il y a eu aussi extension des responsabilités non légiférées, habituellement dans le cadre du droit des délits. Il faut noter que cette extension des responsabilités s'est produite sans que l'on modifie sur le fond le droit des sociétés en ce qui a trait au devoir de diligence qui régit la responsabilité des administrateurs et des cadres en matière de négligence.

Le raisonnement invoqué pour légiférer ces devoirs est simple : les administrateurs doivent être fortement incités à surveiller les activités de l'entreprise et à y prévenir tout acte illicite. Cependant, même s'il est peut-être nécessaire d'intensifier le contrôle de la criminalité dans l'entreprise au Canada, il est loin d'être clair que l'imposition d'une responsabilité personnelle aux administrateurs est un moyen efficace d'atteindre ce but. Non seulement cela ne réussirait pas à garantir une compensation uniforme et acceptable des intervenants lésés (à cause des écarts dans les ressources personnelles des administrateurs) mais cette approche pourrait aussi fausser la prise de décision au conseil d'administration en faveur de projets peu risqués mais aussi peu imaginatifs (Daniels et Waitzer, 1994). Dans un contexte de vive concurrence, un conseil hanté par la crainte de sa responsabilité est un instrument peu ingénieux pour assurer une direction à la fois dynamique et créative. Pire encore, la crainte de la responsabilité pourrait entraîner la démission des membres du conseil au moment où leur leadership et leurs connaissances spécialisées sont le plus requises (par exemple, lorsqu'une entreprise est presque insolvable) et que les intérêts des parties en cause sont le plus menacés – le phénomène de « l'abandon du

conseil » (Daniels, 1993). De fait, la crainte que suscite la responsabilité personnelle imposée par les lois sur les normes d'emploi des provinces a entraîné la démission de nombreux administrateurs de sociétés publiques au Canada (notamment PWA et Westar).

Ces problèmes sont aggravés par diverses lacunes des polices d'assurance-responsabilité des administrateurs et des cadres d'entreprise au Canada. Daniels et Hutton (1993) ont constaté que, comme produit d'assurance spécialisé ou marginal, les conditions liées à l'assurance-responsabilité des administrateurs et des cadres étaient sujettes à des fluctuations subites et parfois considérables, mesurées en fonction de plusieurs variables : hausses des primes et des montants de co-assurance, extensions des exclusions et réductions des périodes d'application. Ces restrictions signifient qu'à certains stades du cycle d'assurance, il devient littéralement impossible de couvrir certains risques liés à la responsabilité des administrateurs et des cadres, à n'importe quel prix. Ainsi, en 1987, 91 p. 100 des polices d'assurance souscrites au Canada excluaient la responsabilité pour les dommages liés à la pollution et aux dommages causés à l'environnement, tandis que 17 p. 100 excluaient la responsabilité découlant des mesures prises par divers organismes de réglementation. En outre, la plupart des polices d'assurance étaient établies sur la base des réclamations présentées et ne prévoyaient que des périodes de découverte relativement courtes après leur expiration. L'effet net de ces restrictions a été de rendre extrêmement spéculative, pour la plupart des administrateurs, une stratégie fondée sur une police d'assurance-responsabilité des administrateurs et des cadres.

Afin de résoudre ces problèmes, nous faisons la recommandation suivante.

Proposition n° 7

- Les actionnaires devraient pouvoir intenter un recours collectif contre les administrateurs à l'égard de responsabilités explicitement prévues dans la loi *pourvu que l'acte ou l'omission soit la cause raisonnablement immédiate* du préjudice en question. Cette responsabilité ne devrait jamais être absolue – elle devrait toujours être assujettie à une « défense basée sur la diligence raisonnable ». Les administrateurs et les cadres qui font un effort raisonnable pour découvrir et prévenir un éventuel préjudice aux actionnaires devraient être à l'abri des poursuites. Les administrateurs qui s'opposent officiellement à des décisions jugées par la suite préjudiciables aux actionnaires ou à d'autres intervenants devraient aussi être à l'abri des poursuites intentées à la suite de ces décisions. Nous appuyons la recommandation du Comité Dey à l'effet que les ministères responsables de l'administration du droit des sociétés entreprennent, dans leur sphère de compétences respective, un examen systématique et détaillé de toutes les lois qui imposent une responsabilité personnelle aux administrateurs

et aux cadres d'entreprise pour s'assurer que ces dispositions sont à la fois efficaces et à moindre coût en regard des objectifs de politique visés.

Nous soupçonnons qu'une bonne partie de ces dispositions législatives ne sont pas justifiées en regard des coûts qu'elles comportent. Dans les cas où la responsabilité sociale, la protection de l'environnement et d'autres objectifs publics de plus vaste portée s'appuient sur l'imposition d'une responsabilité aux administrateurs, celle-ci devrait être limitée, du moins pour les administrateurs de l'extérieur. Il pourrait aussi être raisonnable de limiter la responsabilité de ces administrateurs pour un manquement au devoir de prudence, du fait que cette obligation peut être passablement difficile à délimiter. Mais nous ne limiterions pas la responsabilité des administrateurs dans les cas de conduite abusive ou de manquement au devoir de loyauté, qui s'apparentent à des délits d'initiés.

De façon générale, la portée de la responsabilité liée au devoir de prudence, en droit des sociétés, n'a pas été étendue. Cela est souhaitable car, dans une large mesure, les tribunaux sont mal placés pour juger de l'opportunité des décisions d'affaires prises par les administrateurs. Le risque en présence est que, afin d'être en mesure de pointer du doigt un coupable lorsque l'entreprise subit des pertes, les actionnaires tenteront de tenir les administrateurs et les dirigeants responsables de mesures qui étaient tout à fait raisonnables au moment où elles furent prises. De par leur nature, les décisions d'une entreprise ont trait à la prise de risques et il n'est pas indiqué que les administateurs soient tenus responsables pour des risques légitimes qui, par la suite, se sont concrétisés. C'est pourquoi les tribunaux ont, par le passé, résisté à la tentation d'imposer une responsabilité pour les décisions et les jugements d'affaires fondés sur une bonne information et non entachés par l'intérêt personnel. C'est aussi pourquoi nous pensons que la responsabilité des administrateurs devrait être définie avec précision et assujettie à une défense basée sur la diligence raisonnable.

Un autre motif est que l'on risque sérieusement de dissuader des personnes compétentes d'accepter de siéger à des conseils d'administation si les règles en matière de responsabilité sont trop rigoureuses. La responsabilité des administrateurs et des dirigeants devrait se limiter à ce que ces personnes peuvent raisonnablement s'attendre à contrôler. Il y a de meilleurs outils pour améliorer la régie d'entreprise que l'imposition d'une règle de responsabilité étendue et mal définie aux administrateurs et aux dirigeants. Cela est notamment vrai dans le cas des administrateurs externes qui profitent peu de l'exploitation des actionnaires par l'entreprise, mais qui peuvent être exposés à une responsabilité considérable. Une responsabilité excessive aurait sans aucun doute pour effet de dissuader des personnes de haut calibre de servir comme administrateur, notamment dans des entrerprises en difficulté où la probabilité de poursuites en justice est élevée. Pourtant, ce sont précisément ces entreprises qui auraient le plus besoin de personnes compétentes de l'extérieur.

Selon nous, la responsabilité des administrateurs devrait être simple et claire : maximiser la valeur des actions. Le nombre considérable de travaux empiriques examinés par Giammarino dans le présent volume laisse penser que les allégations de myopie des actionnaires et les autres critiques du genre adressées aux marchés financiers sont en grande partie injustifiées. Même si ces marchés peuvent à l'occasion connaître des fluctuations irrationnelles, le prix des actions suit pour l'essentiel les perceptions rationnelles des investisseurs au sujet du rendement et des perspectives à long terme de l'entreprise. Le prix des actions est une mesure précieuse, bien que manifestement imparfaite, du jugement que passent les actionnaires sur la performance de l'entreprise. Sauf les assemblées annuelles, nous ne disposons d'aucun autre indicateur de l'opinion des actionnaires. Par conséquent, nous croyons que la loi devrait reconnaître que les marchés financiers fournissent une expression démocratique, bien qu'imparfaite, des opinions des actionnaires.

Proposition n° 8

- Les intérêts des actionnaires dans une action dérivée devraient être définis comme la *valeur actuelle maximale des actions*.

Même si les études antérieures ont abouti à des conclusions opposées, il est maintenant assez largement accepté que les mécanismes de retranchement des actionnaires, tels que les pilules empoisonnées, ont pour effet d'abaisser le prix des actions. Nous appuyons la suggestion faite par Huson pour que les effets de ce genre soient pris en considération dans les évaluations faites aux fins de ces poursuites[4].

LES ACTIONNAIRES DOMINANTS

DANS L'ÉCONOMIE CANADIENNE, LA PROPRIÉTÉ DES ENTREPRISES est peu dispersée et *la principale question qui se pose, en matière de régie d'entreprise, est celle des actionnaires dominants*. À notre avis, les propositions mises de l'avant dans cette partie du volume sont les plus importantes. Bien que les études qui y sont présentées ne révèlent pas de problèmes majeurs en ce qui a trait aux actionnaires dominants, les difficultés méthodologiques évoquées au moment d'interpréter ces études sous l'angle de l'opportunité de promouvoir une propriété plus ou moins concentrée se posent ici aussi. En outre, une masse considérable de données tirées des travaux réalisés sur la question du financement des entreprises démontrent qu'une propriété concentrée peut engendrer des problèmes. Holderness et Sheehan (1988) ont montré que différentes catégories d'actionnaires dominants ont des effets différents sur le rendement des entreprises aux États-Unis. Dans la même veine, Morck et Stangeland (1995) ont observé que le rendement des entreprises canadiennes diminuait lorsque l'actionnaire dominant était un héritier, mais non dans les autres cas. Les

études consacrées aux détenteurs de blocs d'actions importants aux États-Unis, citées par Holderness, fournissent aussi des raisons suffisantes de se préoccuper de cet aspect. Enfin, beaucoup de données empiriques provenant d'autres pays, examinées attentivement par Shleifer et Vishny (1995), mènent à la conclusion que les actionnaires dominants réussissent à extraire une valeur importante des entreprises qu'ils contrôlent. À notre avis, la prépondérance de la preuve milite en faveur d'une intervention des autorités dans ce domaine. Mais nous pensons que la politique gouvernementale devrait d'abord viser à donner aux actionnaires et aux administrateurs externes des pouvoirs accrus.

En raison du niveau élevé de concentration de la propriété du capital-actions au Canada, les problèmes qui surgissent entre les actionnaires dominants et minoritaires sont au cœur même du conflit mandant-mandataire. Le problème n'est pas lié à la fidélité des gestionnaires aux actionnaires, mais plutôt à leur fidélité à certains actionnaires – ceux qui détiennent le contrôle – au détriment des autres actionnaires minoritaires (Daniels et MacIntosh, 1991). Comme MacIntosh et Schwartz l'affirment dans le présent volume, les actionnaires dominants incitent habituellement les gestionnaires de l'entreprise à travailler plus fort, mais le problème est que les fruits de cet effort ne sont peut-être pas répartis également entre tous les actionnaires – l'actionnaire dominant peut en tirer une part disproportionnée.

Dans ce contexte, il est quelque peu ironique que les tribunaux canadiens (contrairement aux tribunaux américains) aient hésité à définir clairement une responsabilité fiduciaire des actionnaires dominants envers les actionnaires minoritaires (voir MacIntosh, 1993*a*, qui analyse cette question à fond). Dans une économie comme la nôtre, où dominent les entreprises à propriété restreinte, une responsabilité fiduciaire explicite des actionnaires dominants envers les actionnaires minoritaires, inspirée du droit français comme l'a décrit Barone-Adesi, semblerait appropriée.

Cette omission a été corrigée par l'adoption, dans les lois sur les sociétés aux paliers fédéral et provincial, d'un recours contre l'abus et par l'élaboration de toute une série de mécanismes de protection des actionnaires minoritaires dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières, comme la politique 9.1 de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO), qui prescrit des règles de divulgation, d'évaluation, d'examen par des administrateurs désintéressés et d'approbation par l'ensemble des actionnaires des offres d'achat faites par des initiés, des offres publiques de rachat, des opérations de fermeture du capital et des opérations entre personnes apparentées.

S'il semble que le fait d'avoir de multiples instruments qui se chevauchent pour rectifier les abus éventuels d'un actionnaire dominant renforce la protection offerte aux actionnaires minoritaires, le système actuel comporte néanmoins plusieurs lacunes qui en limitent l'efficacité générale. Premièrement, il y a tout simplement trop d'instruments différents dans l'arsenal des actionnaires minoritaires. Cela engendre des chevauchements et de la confusion. Selon que la poursuite intentée par un actionnaire minoritaire contre un actionnaire

dominant est fondée sur une allégation d'infraction à la loi sur les valeurs mobilières, le devoir fiduciaire de l'entreprise ou le recours contre les abus, des conséquences fort différentes en résultent. Cela est imputable aux différents droits et recours formels qui interviennent dans chaque cas, aux divers types de poursuites (publiques dans le cas de la législation sur les valeurs mobilières, mais privées dans le cas du droit des sociétés), ainsi que des instances différentes qui doivent trancher les litiges (examen administratif et peut-être audience pour la législation sur les valeurs mobilières; tribunaux dans le cas du droit des sociétés). Deuxièmement, la multiplicité des instruments nuit à la constitution d'une jurisprudence étendue pour l'un ou l'autre de ces instruments pris individuellement. Par conséquent, il est difficile pour les actionnaires dominants et minoritaires de savoir comment le droit interprétera leurs intérêts respectifs dans des circonstances particulières. Troisièmement, nous nous soucions de la possibilité que la politique 9.1 de la CVMO ait neutralisé le stimulant (voire la capacité) des actionnaires et des administrateurs des entreprises canadiennes de négocier directement le règlement de différends visant des opérations entre apparentés. Le code de conduite très détaillé que renferme la politique 9.1 de la CVMO fait intervenir le personnel de la Commission au cœur même des différends portant sur des transactions intéressées, réduisant le besoin pour les parties ayant des intérêts économiques en jeu de s'opposer aux actionnaires dominants et aux gestionnaires (Daniels et Waitzer, 1994). Le code a aussi miné l'incitation que pourraient avoir les administrateurs à assumer la responsabilité de concevoir un processus d'examen des opérations intéressées dans diverses circonstances. La politique est beaucoup trop rigoureuse dans certains cas (par exemple, en prescrivant l'examen par les administrateurs et un vote des actionnaires non intéressés), tandis qu'elle est trop permissive dans d'autres cas (par exemple, pour les opérations importantes mais inférieures au seuil de 25 p. 100 de la valeur boursière, au delà duquel les obligations relatives à la non-divulgation s'appliquent).

Nous considérons que la rationalisation du système de protection des actionnaires minoritaires constitue une priorité pour le gouvernement fédéral, compte tenu du besoin de protéger l'intégrité du régime fédéral de droit des sociétés et de réduire les coûts assumés par les actionnaires canadiens. À l'heure actuelle, les droits et les recours formels prescrits dans la politique 9.1 de la CVMO empiètent sur le régime de régie d'entreprise de la *Loi sur les sociétés par actions*. Mais cela ne veut pas dire que le régime actuel de droit des sociétés offre une protection adéquate aux actionnaires minoritaires. Le gouvernement fédéral doit examiner son propre cadre législatif pour déterminer quels changements seraient appropriés à la lumière de l'expérience qu'ont eue les entreprises et les investisseurs avec le recours contre les abus et la politique 9.1 de la CVMO.

Proposition n° 9

- Le gouvernement fédéral devrait entreprendre un examen des diverses initiatives réglementaires au palier fédéral et provincial

> touchant aux droits des actionnaires minoritaires pour s'assurer que les actionnaires minoritaires bénéficient d'une protection efficace et rationnelle contre les abus des actionnaires dominants.

Dans le cadre de son examen du régime actuel de protection des actionnaires minoritaires, le gouvernement fédéral devrait aussi étudier l'opportunité d'étendre les dispositions relatives à la divulgation et au vote des administrateurs qui s'appliquent aux opérations et aux contrats intéressés importants pour y inclure les contrats ou les opérations entre l'entreprise et les actionnaires principaux. Nous pensons que l'on devrait permettre aux actionnaires minoritaires d'intenter un recours collectif contre les actionnaires dominants lorsqu'il y a preuve d'abus grave.

Nous avons affirmé précédemment que la nomination d'un certain nombre de personnes de l'extérieur au conseil d'administration n'aura pas beaucoup d'effet si trois conditions ne sont pas respectées. Premièrement, comme il ressort de la proposition nº 2, les administrateurs externes doivent être tout à fait indépendants de l'entreprise, c'est-à-dire, qu'ils ne doivent avoir aucun lien commercial avec celle-ci ni avec toute société contrôlée par l'actionnaire principal de l'entreprise. Deuxièmement, les administrateurs externes doivent être fortement incités à protéger les actionnaires publics. Nous croyons que cela peut se faire en rémunérant les administrateurs de l'extérieur en fonction du rendement et en rationalisant les règles de responsabilité des administrateurs, tel que préconisé dans nos propositions nº 3, nº 7 et nº 8. La troisième condition à respecter pour que les administrateurs externes jouent efficacement leur rôle est qu'ils disposent de certains pouvoirs. Nous nous tournons maintenant vers cette question.

Il y a de bonnes raisons économiques pour justifier la présence d'initiés au conseil d'administration. Ils possèdent souvent des connaissances spécialisées et une expérience qui fait défaut aux administrateurs externes. Néanmoins, la supervision externe et l'approbation des opérations intéressées sont fondamentales à une bonne régie d'entreprise dans une économie où dominent les entreprises à capital fermé, comme c'est le cas au Canada. À notre avis, le conseil d'administration d'une entreprise dont la propriété est peu dispersée ne sera jamais une source efficace de surveillance de ces opérations. Le pouvoir et l'influence de l'actionnaire dominant sont tout simplement trop grands. Nous proposons par conséquent la création d'une nouvelle instance.

Nous recommandons qu'un comité spécial du conseil d'administration surveille et examine les opérations entre la société et les actionnaires dominants, d'autres entités contrôlées par les actionnaires dominants et d'autres initiés (dirigeants et administrateurs non actionnaires) afin de garantir l'équité envers les actionnaires minoritaires. Cela permettrait d'accumuler une mémoire et une expérience institutionnelle au sujet des opérations et des contrats avec liens de dépendance.

Proposition nº 10

- Le conseil d'administration de toute entreprise publique au Canada où l'on trouve un actionnaire dominant devrait être tenu d'établir un « comité d'examen de la conduite des affaires de la société » qui approuverait les contrats et opérations importants avec liens de dépendance. Ce comité devrait être formé *exclusivement* d'administrateurs de l'extérieur (tel que défini à la proposition nº 2). Les actionnaires minoritaires devraient pouvoir intenter un recours collectif contre les membres du comité d'examen de la conduite des affaires de la société et les autres administrateurs lorsque ces derniers ont délibérément, ou par négligence, permis des opérations ou des contrats irréguliers avec liens de dépendance, mais qu'ils devraient être protégés par une défense fondée sur la diligence raisonnable. Pour éviter les actions frivoles, les tribunaux ne seraient pas tenus d'entendre la cause à moins qu'il y ait preuve d'un préjudice grave.

L'approbation par un comité de révision pourrait remplacer le vote des actionnaires minoritaires dans bien des cas – peut-être même dans la plupart des cas. On répondrait ainsi à l'une des principales critiques formulées à l'endroit de la règle 9.1 de la CVMO, à savoir que les exigences relatives à la consultation des actionnaires sont trop fastidieuses et coûteuses.

Si l'on veut que les obligations des actionnaires dominants envers les actionnaires minoritaires aient véritablement un contenu, ces derniers doivent savoir quand et comment leurs intérêts peuvent être menacés. Par conséquent, nous croyons qu'un autre aspect fondamental est celui de la divulgation en temps opportun des opérations entre personnes apparentées.

Proposition nº 11

- Il faudrait exiger la divulgation entière et sans délai à tous les actionnaires de tout contrat ou opération importants proposés entre des actionnaires dominants ou des entités qu'ils contrôlent et l'entreprise.

Les investisseurs institutionnels

Un thème commun à plusieurs études publiées dans ce volume est celui de la croissance récente de l'envergure et de l'influence des investisseurs institutionnels. Dans leur étude, Rao et Lee-Sing montrent que les investisseurs institutionnels contrôlent aujourd'hui 38 p. 100 de la valeur monétaire des entreprises canadiennes. Même si ce niveau est inférieur à celui observé aux États-Unis, soit 53 p. 100, il est néanmoins élevé et en progression rapide.

Les caisses de retraite publiques, comme la caisse de retraite des enseignants et des enseignantes de l'Ontario et les gestionnaires de caisses de retraite privées, tels que Jarislowsky et Fraser, gèrent aujourd'hui des portefeuilles d'actions de plusieurs milliards de dollars. En menaçant d'utiliser leurs importants blocs d'actions pour appuyer une prise de contrôle ou une sollicitation de procurations déclenchée par des actionnaire dissidents, ces gros investisseurs institutionnels peuvent déloger des gestionnaires qui, à leur avis, ne servent pas les intérêts des actionnaires. Aux États-Unis, les investisseurs institutionnels ont été à l'origine d'une révolution dans le domaine de la régie d'entreprise, à la consternation des nombreux dirigeants d'entreprise. Foerster fait un examen des caisses de retraite au Canada et il a conclu que le même phénomène se produira vraisemblablement ici. MacIntosh et Schwartz ont observé une corrélation entre la propriété institutionnelle et le rendement des entreprises. Cela les incite à être relativement optimistes quant à la contribution que pourrait faire la propriété institutionnelle au système de régie d'entreprise au Canada. Cependant, Rao et Lee-Sing n'ont observé aucun lien entre la propriété institutionnelle des entreprises canadiennes et des indicateurs de stratégie d'entreprise (comme les dépenses de R-D et la pénétration des marchés étrangers) ou des indicateurs généraux du rendement (comme le rendement sur l'actif ou la croissance de l'entreprise). Par contre, dans les entreprises américaines, ils ont observé un lien entre un niveau élevé de propriété institutionnelle et une bonne performance d'ensemble. Cela concorde avec les résultats de McConnell et Servaes (1990) qui ont aussi observé un rapport empirique entre la participation des investisseurs institutionnels au capital-actions et un ratio élevé de la valeur marchande à la valeur comptable dans les entreprises américaines. Des liens semblables ressortent de nombreuses autres études.

Mais comme l'expliquent Patry et Poitevin, un nombre croissant d'études indiquent que l'on accorde une trop grande importance aux investisseurs institutionnels. Un élément clé à cet égard est le scepticisme affiché quant à la possibilité que les gestionnaires de caisses de retraite soient renseignés suffisamment sur divers secteurs d'activité pour prendre des décisions d'affaires judicieuses. Dans les années 60, les conglomérats étaient perçus comme un moyen de permettre à une équipe de gestionnaires de haut calibre de diriger de nombreuses entreprises disparates. Les conglomérats de cette époque ont pour la plupart échoué. Les examens subséquents ont révélé que ces échecs étaient principalement attribuables aux problèmes posés par la gestion de divisions et de filiales diverses. Les meilleurs gestionnaires de conglomérats ont-ils tous été embauchés par les caisses de retraite ?

Il n'est pas réaliste de s'attendre à ce que les caisses de retraite soient la clé d'une bonne régie d'entreprise. Mais même si les gestionnaires de caisses de retraite s'en tenaient à des initiatives réfléchies et ciblées pour amener les administrateurs récalcitrants à faire leur travail, des gains importants pourraient en résulter sur le plan de la régie d'entreprise. Certaines études qui critiquent les caisses de retraite et d'autres investisseurs semblent toutefois douter de cette

possibilité. On cite les sérieux problèmes de régie des caisses de retraite, qui pourraient miner leur efficacité à cet égard.

Qui sont les gens qui dirigent les caisses de retraite ? Dans quelle mesure font-ils du bon travail ? Quels stimulants agissent sur eux ? Dans quelle mesure favorisent-ils leurs propres intérêts ou des intérêts autres que ceux de leurs bénéficiaires ? Ce sont là des questions d'importance capitale qui n'ont, pour l'essentiel, pas été posées au Canada en dépit du fait que les gestionnaires de caisses de retraite prennent régulièrement des décisions de plusieurs milliards de dollars qui influent sur les décisions de grandes entreprises et la sécurité de la retraite de millions de personnes.

Dans les caisses de retraite du secteur public, il y a la crainte persistante que les personnes qui sont aux commandes puissent avoir été nommées plus en raison de leurs relations politiques que de leurs connaissances en finances. Romano (1994) a constaté que les caisses de retraite du secteur public avaient des taux de rendement significativement inférieurs à ceux des caisses du secteur privé et elle attribuait ce résultat aux investissements faits dans des projets d'« initiative locale » pour des motifs politiques.

Dans le cas des caisses de retraite privées, Lakonishok et ses collaborateurs (1991, 1992*a* et 1992*b*) présentent des données troublantes qui montrent que les responsables des caisses choisissent les gestionnaires de portefeuille moins en fonction du rendement qu'ils obtiennent sur leurs placements que de leur capacité de générer de bonnes excuses lorsque le portefeuille enregistre de piètres résultats. Ils présentent aussi des données qui révèlent les rendements étonnamment faibles obtenus sur les portefeuilles des caisses de retraite d'entreprise. De façon générale, la plupart de ces caisses de retraite obtiendraient de meilleurs résultats, à risque égal, si elles se contentaient d'acheter et de détenir des placements reflétant largement les indices du marché. Les auteurs affirment que les conflits d'intérêts entre les bénéficiaires du régime, les commanditaires du régime et les gestionnaires de portefeuille sont essentiellement responsables de cette mauvaise tenue. Les trésoriers de sociétés qui parrainent ces régimes pourraient être davantage intéressés à étendre l'influence de leur bureau qu'à obtenir des rendements optimaux. Les gestionnaires de portefeuille pourraient pour leur part être plus intéressés à plaire aux trésoriers de sociétés (et, ainsi, à renouveler leur contrat de gestion de placements) qu'à obtenir un rendement financier optimal.

Au Canada, la taille même des investisseurs institutionnels, notamment les caisses de retraite du secteur public, pourrait constituer une arme à deux tranchants. Craignant un examen public comme ceux qui font souvent suite à une intervention vigoureuse, même dans les circonstances où celle-ci est justifiée, les gestionnaires de caisses de retraite publiques pourraient éviter tout activisme qui ne constitue pas une réaction à une opération délibérée des gestionnaires, par exemple un régime de pilule empoisonnée ou un changement dans la structure du capital de la société.

Si les caisses de retraite ont elles-mêmes de sérieux problèmes de régie, le fait de leur attribuer un important rôle de surveillance dans le cadre de la régie

d'entreprise reviendrait en quelque sorte à confier la garde du poulailler au renard. Avant de pouvoir assumer un tel rôle comme il se doit, les stimulants agissant sur les gestionnaires des caisses de retraite publiques et privées doivent être rectifiés. Cela fait apparaître la nécessité de clarifier la fonction économique sous-jacente des caisses de retraite publiques et privées, qui est d'assurer la sécurité financière des retraités. Les caisses de retraite devraient être gérées au profit des bénéficiaires – et non celui des politiciens, des initiés politiques, des trésoriers de sociétés et certes pas des gestionnaires de fonds.

Au bout du compte, la meilleure façon de s'assurer que les caisses de retraite soient gérées dans l'intérêt de leurs bénéficiaires serait de les soumettre à une concurrence directe pour l'obtention des fonds de retraite des bénéficiaires. On pourrait le faire en permettant aux employés d'affecter eux-mêmes leurs fonds de retraite entre plusieurs portefeuilles ayant chacun sa propre stratégie de placement et son dossier de rendement. La gestion des caisses de retraite pourrait même être tout à fait dissociée de la gestion des entreprises. Ainsi, les employés de Bell Canada pourraient choisir de confier leurs fonds de retraite à toute caisse accréditée et non uniquement à celles qui ont conclu des contrats avec Bell Canada. Cela marquerait en quelque sorte un passage des régimes de retraite classiques à prestations déterminées à des régimes de retraite à cotisations déterminées.

Les régimes à cotisations déterminées ressemblent à des régimes enregistrés d'épargne-retraite (REER) mais où l'employeur seul ou l'employeur et l'employé versent des cotisations régulières. Le bénéficiaire touche le montant cumulatif de ces cotisations au moment de la retraite. En outre, l'employé peut répartir sa part des fonds recueillis, selon ses préférences personnelles, entre plusieurs fonds de placement associés à la caisse de retraite.

Dans les régimes à prestations déterminées, l'employeur promet un niveau donné de prestations qui est fonction des années de services, de la moyenne de la rémunération des cinq meilleures années, etc. L'employé verse seul des contributions, ou encore l'employeur et l'employé versent conjointement des cotisations régulières. En théorie, la stratégie de placement et la responsabilité de tout manque à gagner incombent uniquement à l'employeur. En pratique, si un régime à prestations déterminées devient sérieusement sous-capitalisé, les employés sont habituellement invités à verser des cotisations plus élevées ou à accepter de toucher des prestations inférieures – comme cela s'est produit récemment pour les employés du secteur public en Alberta. Même lorsque les cotisations sont versées uniquement par l'employeur, elles (et les prestations qu'elles servent à défrayer) font partie des contrats de travail négociés et elles sont sujettes à changement. On peut faire valoir qu'il n'y a rien de tel qu'un régime à prestations déterminées « pur », parce que dans tous les régimes de retraite, les employés assument éventuellement une partie des coûts du mauvais rendement obtenu sur les placements.

Les régimes hybrides – à cotisations et à prestations déterminées – sont aussi populaires. La plupart des régimes d'entreprise sont, de fait, des régimes à

cotisations déterminées assortis de planchers de prestations déterminées. Les employeurs apportent des « rajustements volontaires aux prestations déterminées pour tenir compte de l'inflation » lorsque l'actif de la caisse de retraite enregistre un bon rendement, mais ils garantissent un niveau minimum de prestations et parfois même un rajustement partiel pour l'inflation lorsque le rendement est moins bon. Dans ces régimes, les employés profitent des avantages d'une bonne gestion des fonds de retraite et devraient donc se préoccuper des stratégies de placement appliquées à ces fonds.

D'un point de vue purement économique, les régimes à cotisations déterminées sont préférables parce que les droits de propriété des bénéficiaires sont clairement définis : ce sont eux qui possèdent l'actif de la caisse. Dans les régimes à prestations déterminées, même si l'employeur possède légalement l'actif de la caisse, les droits de propriété demeurent tout de même vagues. Puisqu'on ne sait pas clairement qui supporte les coûts d'un mauvais rendement et qui profite des avantages d'un bon rendement, personne n'est directement incité à exiger une bonne régie de ces caisses de retraite.

Compte tenu de l'avantage des régimes à cotisations déterminées, pourquoi la plupart des grandes caisses de retraite sont-elles des régimes à prestations déterminées ? Premièrement, les commanditaires conservent le contrôle au jour le jour de l'actif des régimes à prestations déterminées. Les stratégies de placement des caisses de retraite peuvent être modifiées selon les intérêts de l'entreprise ou du gouvernement qui les parraine, souvent au détriment des bénéficiaires. Deuxièmement, les régimes à prestations déterminées représentent, pour les entreprises, des comptes d'épargne en franchise d'impôt. Bodie et ses collaborateurs (1987) ont montré que les entreprises américaines qui avaient des liquidités excédentaires surinvestissaient dans leurs régimes de retraite à prestations déterminées afin de pouvoir rajuster les cotisations à la baisse lorsqu'elles manquent de liquidités. Elles modifient stratégiquement les hypothèses actuarielles servant à calculer les cotisations de l'entreprise. Troisièmement, les régimes à prestations déterminées tolèrent plus facilement une mauvaise gestion de portefeuille parce que la propriété de l'actif géré est moins clairement définie. (Appartient-il aux bénéficiaires ou à l'employeur ?) Enfin, les régimes à prestations définies donnent aux employés une fausse impression de sécurité en promettant un montant annuel fixe à la retraite. En fait, de nouveaux titres, tels que les obligations du gouvernement du Canada indexées à l'inflation, permettent aux régimes à cotisations déterminées d'offrir encore plus de sécurité que les régimes à prestations déterminées.

Selon nous, aucune de ces raisons ne justifie l'accent mis à l'heure actuelle sur les régimes à prestations déterminées et une transition vers les régimes à cotisations déterminées serait dans l'intérêt public.

Proposition n° 12

- Les régimes de retraite des entreprises et du secteur public devraient passer d'une formule à prestations déterminées à une

formule à cotisations déterminées. Cela pourrait se faire en exigeant que toutes les caisses de retraite offrent à leurs bénéficiaires une *option à cotisations déterminées*. Les bénéficiaires pourraient aussi avoir accès au choix le plus vaste possible quant à la façon dont leurs fonds de retraite sont investis.

Dans les régimes à cotisations déterminées, la propriété des fonds de retraite est claire : *les fonds appartiennent exclusivement aux bénéficiaires*. Les gestionnaires des caisses de retraite devraient donc agir uniquement dans l'intérêt des bénéficiaires. Par conséquent, nous présentons la recommandation suivante.

Proposition n° 13

- La responsabilité fiduciaire des gestionnaires de caisses de retraite envers les bénéficiaires devrait être précisée et renforcée. Ce devoir fiduciaire devrait être de maximiser la valeur du portefeuille tout en assurant une gestion prudente des risques. Les gestionnaires de caisses de retraite qui, délibérément ou par négligence, omettent de le faire devraient être exposés à un recours collectif de la part des bénéficiaires. Un effort raisonnable en vue de s'acquitter de ces devoirs devrait par ailleurs être admissible en défense dans une telle poursuite.

Pour garantir encore davantage que les dirigeants des caisses de retraite représentent les bénéficiaires, nous aimerions qu'il y ait plus de démocratie au sein de ces caisses. Les gestionnaires ne devraient pas être nommés par les dirigeants de l'entreprise ou par les responsables politiques. Si les actionnaires élisent les administrateurs qui ont la tâche de protéger leurs intérêts, pourquoi les bénéficiaires des régimes de retraite n'auraient-ils pas un pouvoir semblable ? Si les chefs de la direction doivent divulguer leur rémunération, le même principe ne devrait-il pas s'appliquer aux gestionnaires de caisses de retraite ?

Proposition n° 14

- Les principaux gestionnaires des caisses de retraite privées et publiques devraient être élus par les bénéficiaires. En outre, la rémunération des principaux gestionnaires de caisses de retraite devrait être divulguée aux bénéficiaires.

Un système qui permettrait des sollicitations de procurations faciliterait aussi la tâche des intervenants de l'extérieur qui voudraient contester la stratégie de gestion de la caisse. Bref, nous proposons que les caisses de retraite privées

et publiques soient gérées comme des *entreprises* et, à l'instar de celles-ci, que leurs principaux décideurs aient des responsabilités semblables à celles des membres des conseils d'administration.

Si l'on veut que les bénéficiaires contestent les décisions des gestionnaires de caisses de retraite, des renseignements sur les rendements et la composition de l'actif de la caisse doivent leur être communiqués.

Proposition n° 15

- Les caisses de retraite devraient divulguer des renseignements sur le contenu et le rendement de leur portefeuille aux bénéficiaires à intervalles trimestriels. La durée moyenne de détention de chaque élément d'actif du fonds devrait aussi être divulguée. Les éléments individuels des portefeuilles liés aux indices du marché n'auraient pas à être déclarés. Ces rapports devraient être assujettis à des règles comptables uniformes et faire l'objet d'une vérification périodique.

Un des coûts d'une telle règle de divulgation est qu'elle pourrait décourager les formules innovatrices de gestion des fonds en raison du risque que les stratégies de placement coûteuses adoptées par certains gestionnaires de fonds soient appropriées par d'autres – le problème des biens publics. Mais dans le contexte à très court terme des marchés de capitaux notamment, nous doutons que la divulgation de données historiques sur les placements puisse nuire indûment aux entreprises innovatrices.

Une question importante qui se pose ici a trait à l'art de la « mise en scène » pratiqué par certains gestionnaires de fonds, c'est-à-dire, lorsqu'ils vendent leurs titres peu performants pour en acheter d'autres ayant affiché un bon rendement durant la période précédant immédiatement la date à laquelle ils doivent faire rapport sur leur portefeuille. Cette pratique signifie que les caisses vendent des titres lorsque leur prix est déprimé pour en acheter d'autres à prix élevés – ce qui n'est pas exactement la recette de la réussite financière. Lakonishok et coll. (1991, 1992*b*) signalent que cette pratique est répandue parmi les caisses de retraite aux États-Unis parce que le fait d'avoir des titres à rendement élevé dans un portefeuille montre que le gestionnaire de fonds sélectionne au moins certains bons placements, même si d'autres s'avèrent moins profitables. (Certains affirment que cette pratique explique aussi la corrélation positive observée entre la propriété institutionnelle et le rendement de l'entreprise, qui ressort de certaines études). En apparence, cela augmente les chances qu'a le gestionnaire de portefeuille de renouveler son contrat avec le commanditaire du fonds. Pour mettre fin à cette pratique, nous proposons que les caisses de retraite divulguent aussi la durée de la période de détention des titres figurant dans leur portefeuille.

Nous espérons que ces exigences en matière de rapport encourageront les caisses de retraite à détenir une plus grande proportion de titres indexés dans

leur portefeuille. Nous acceptons la conclusion de Patry et Poitevin, appuyée par Weisbach, que les caisses de retraite devraient recourir davantage aux placements indiciels. Mais nous pensons aussi qu'il s'agit là d'un symptôme de problèmes de régie plus sérieux. Les propositions que nous soumettons dans la présente section visent la cause plus profonde de ce symptôme dans la mesure où elles amélioreraient la régie des caisses de retraite pour que celles-ci déplacent une part plus importante de leur portefeuille vers les placements indiciels. Mais il y a de bonnes raisons de poursuivre des stratégies de placement plus complexes et les caisses de retraite devraient avoir une certaine souplesse à cet égard. Empêcher les caisses de retraite d'adopter de telles stratégies en les obligeant à placer une certaine partie de leurs fonds dans des titres indiciels constituerait, selon nous, une erreur.

En dépit des arguments exagérés que l'on entend et des questions légitimes qui se posent, les caisses de retraite et les autres investisseurs institutionnels pourraient probablement jouer un plus grand rôle en vue d'assurer une meilleure régie d'entreprise au Canada. Mais à l'heure actuelle, cette possibilité semble compromise par certains obstacles juridiques qui limitent l'influence que les investisseurs institutionnels peuvent exercer dans les questions de régie. Ainsi, on s'inquiète de la possibilité que le processus des propositions d'actionnaires, qui vise à faciliter et à réduire le coût des communications entre les actionnaires dissidents et l'ensemble des actionnaires en permettant aux premiers de joindre des renseignements aux circulaires d'information des gestionnaires, ait une utilité limitée dans les différends portant sur la régie d'entreprise. Il en est ainsi parce que les éléments tels que les circulaires d'information doivent servir à promouvoir des causes économiques, politiques, raciales, religieuses, sociales ou autres de nature générale. L'entreprise pourrait ainsi refuser de diffuser une proposition *dissidente*. On se préoccupe aussi de la limite de 200 mots qui s'applique à la déclaration pouvant être faite à l'appui d'une proposition et de la portée du terme « sollicitation », tel que défini dans les dispositions relatives aux procurations des diverses lois sur les sociétés au Canada. Cette définition pourrait imposer aux actionnaires dissidents qui détiennent un important bloc d'actions et qui sont en pourparlers entre eux à des fins d'activisme de produire une circulaire de sollicitation de procurations dissidentes, ce qui est extrêmement coûteux[5].

Si l'on peut débattre de l'incidence précise de ces restrictions législatives sur l'intervention institutionnelle, nous croyons qu'il y aurait peu à risquer en assouplissant ces règles, notamment à la lumière de notre proposition antérieure axée sur une meilleure divulgation de la propriété institutionnelle au Canada. Comme il ressort clairement de notre analyse, nous considérons qu'un activisme institutionnel informé, mesuré et responsable est l'une des pierres angulaires d'un système moderne de régie d'entreprise. Nous pensons aussi que dans un cadre juridique approprié, les investisseurs institutionnels canadiens pourraient jouer un rôle constructif et responsable à cet égard. Cela explique notre réticence à codifier des structures de régie trop rigides dans les

lois sur les sociétés, lesquelles pourraient mal convenir dans divers contextes. En permettant aux gros actionnaires institutionnels d'intervenir dans la régie des entreprises au Canada, les responsables de la réglementation des sociétés et des valeurs mobilières pourraient s'en tenir à un rôle plus passif et habilitant. Un tel régime aurait beaucoup plus de chance de susciter des modalités de régie optimales que s'il était fondé sur une initiative gouvernementale ou quasi gouvernementale. Par conséquent, nous faisons la recommandation suivante.

Proposition n° 16

- Le gouvernement fédéral, en collaboration avec les commissions de valeurs mobilières des provinces, devrait établir un groupe de travail conjoint qui procéderait à un examen systématique des lois sur les sociétés et les valeurs mobilières en vue d'y supprimer tout obstacle inutile à l'intervention des actionnaires institutionnels.

Parmi les questions fondamentales à envisager dans le cadre de cet examen, il y a le statut des investisseurs institutionnels en tant qu'initiés ou actionnaires dominants et la liberté qu'ils ont de communiquer entre eux pour tenter de résoudre des problèmes de régie interne. Lorsque des investisseurs institutionnels détenant d'importantes participations dans des sociétés ne participent pas aux décisions de gestion au jour le jour, il devrait être possible de ne pas les considérer comme actionnaires dominants en les laissant libres de communiquer entre eux sur certains problèmes généraux de régie d'entreprise[6]. On peut entrevoir des cas où des caisses de retraite deviendraient vraiment des actionnaires dominants et pourraient abuser des investisseurs minoritaires. Mais il serait possible de distinguer les circonstances où une famille fondatrice doit être désignée comme actionnaire dominant de celles où une caisse de retraite doit l'être.

Un obstacle important au rôle que pourraient jouer les fonds communs de placement et les caisses de retraite en matière de régie d'entreprise au pays est la(les) règle(s) limitant la proportion de titres étrangers qu'ils peuvent détenir dans leur portefeuille (Daniels et MacIntosh, 1991; MacIntosh, 1993*b*; et Daniels et Halpern, 1995). Même si l'utilisation de produits dérivés permet aux caisses de retraite de reproduire les caractéristiques de risque de portefeuilles étrangers, le fait demeure qu'elles sont limitées au rendement de base qu'elles peuvent obtenir au Canada.

La règle confinant les fonds communs de placement et les caisses de retraite à faire des placements au Canada a deux effets sur le plan de la régie d'entreprise, l'un positif et l'autre négatif. L'effet positif est qu'en raison du fait que les caisses de retraite et les fonds communs de placement ont peu d'autres endroits où placer leur argent, ils ne peuvent tout simplement se départir de leurs titres lorsqu'une entreprise éprouve des problèmes de gestion. Ils n'ont

guère le choix d'intervenir pour tenter d'améliorer la régie de leurs placements. L'effet négatif est que si ces investisseurs ne peuvent améliorer la régie des entreprises dont ils détiennent les titres, ils sont forcés de les conserver et n'ont accès qu'à un bassin limité d'autres entreprises canadiennes comme solution de rechange. S'il se pose des problèmes de régie impossibles à résoudre dans un nombre suffisamment élevé d'entreprises, les caisses de retraite et les fonds communs de placement peuvent être obligés de conserver des actions dont ils se départiraient dans d'autres circonstances. Cela permet à des entreprises mal gérées d'obtenir tout de même des capitaux en émettant des titres à des conditions artificiellement favorables, lesquels leur permettent de prendre des décisions d'investissement et d'exploitation allant contre la logique économique. Nous pensons que ces politiques mercantilistes ont peut-être eu un effet désastreux sur la croissance et le développement de l'économie canadienne.

Dans l'ensemble, nos croyons que les restrictions sur les placements étrangers imposées aux caisses de retraite et aux fonds communs de placement au Canada ont un effet préjudiciable. Si l'on ajoute à cela le fait qu'elles empêchent ces investisseurs de se diversifier autant qu'ils le pourraient (bien que les produits dérivés soient utiles ici), la balance penche clairement en faveur d'une libération des mouvements internationaux de capitaux.

Mais il y a une autre raison de permettre aux caisses de retraite et aux fonds communs de placement canadiens de se diversifier comme ils le jugent à propos. Il ne serait pas économiquement judicieux que le marché financier canadien devienne entièrement dominé par les caisses de retraite. Les petits actionnaires auraient-ils alors besoin d'être protégés contre les abus des grandes caisses autant qu'ils le sont contre les abus des actionnaires importants ? À l'heure actuelle, nous pensons que la réponse est « non », parce que les caisses de retraite et les fonds communs de placement n'interviennent habituellement pas dans les décisions internes des entreprises qui soulèvent des préoccupations sous l'angle des opérations abusives avec liens de dépendance – par exemple, les transferts d'éléments d'actif, les émissions de titres et ainsi de suite. Mais si l'actif des caisses de retraite et des fonds communs de placement continue de s'accroître aussi rapidement et que les choix de portefeuille qu'ils peuvent faire demeurent limités aux titres canadiens, il y a risque que ces fonds en viennent à dominer tellement le secteur financier canadien que les petits investisseurs pourraient être négligés. À notre avis c'est là un autre argument pour permettre aux caisses de retraite et aux fonds communs de placement canadiens de se diversifier à l'échelle internationale sans restriction.

Proposition n° 17

- Les caisses de retraite et les fonds communs de placement canadiens devraient être libres d'investir autant ou aussi peu au Canada qu'ils le jugent approprié.

Nous reconnaissons que l'adoption d'une telle politique influera sur la situation financière des gouvernements et des entreprises. Les gouvernements peuvent financer leurs déficits plus facilement lorsqu'ils peuvent emprunter auprès d'investisseurs captifs. Mais il faudrait reconnaître que la règle actuelle sur le contenu canadien constitue une taxe voilée sur les épargnes canadiennes. Si les gouvernements au Canada obtiennent des fonds à de meilleures conditions parce que les caisses de retraite sont forcées de placer leurs fonds au pays, cela veut dire que les épargnes accumulées par les Canadiens en vue de la retraite ont un rendement moins élevé que si elles étaient investies à des taux concurrentiels sur le marché mondial. Le courant de pensée actuel en finances publiques favorise les impôts à la consommation ou les taxes appliquées à la partie du revenu que les gens consacrent à la consommation. L'imposition de l'épargne est jugée non souhaitable parce qu'elle décourage la formation de capital. Bien que la régie du secteur public dépasse la portée de la présente étude, nous faisons valoir que les gouvernements canadiens auraient pu être forcés plus tôt de mettre de l'ordre dans leurs affaires budgétaires s'ils avaient dû rivaliser pour obtenir des capitaux sur les marchés mondiaux et que leur tâche ne serait pas devenue aussi redoutable.

Le cas des entreprises complexes : Les conglomérats et les multinationales dont les actions sont détenues dans le public

La principale caractéristique de ces entreprises qui soulève des préoccupations sur le plan de la régie est la facilité avec laquelle les fonds peuvent être transférés entre diverses entités du groupe d'entreprises alors que chacune de ces entités a différents actionnaires. Il s'agit du même problème fondamental que celui qui se pose dans les entreprises à capital fermé, mais dans le cas présent il peut se manifester de diverses façons. À notre avis, les mesures examinées précédemment pour le cas des actionnaires dominants constitueraient la meilleure façon de résoudre ces problèmes. Les initiatives les plus importantes seraient que les filiales de multinationales et les entreprises appartenant à des conglomérats dont les actions sont détenues dans le public aient des comités de surveillance et soient tenues de divulguer les détails de toute opération avec lien de dépendance.

Une règle visant à imposer que des citoyens canadiens siègent au conseil d'administration des filiales canadiennes de multinationales n'aurait vraisemblablement aucun effet réel. En choisissant des employés canadiens de la multinationale ou des employés canadiens d'entreprises qui dépendent de la multinationale, la force de cette règle pourrait être dissipée en grande partie. Rao et Lee-Sing n'ont relevé aucune corrélation étroite entre la nationalité des administrateurs et le rendement de l'entreprise. (En fait, ils ont obtenu des preuves mitigées et peu convaincantes montrant qu'un plus grand nombre d'administrateurs étrangers pouvait favoriser un meilleur rendement.) Il ne

semble pas y avoir de bons arguments en faveur du maintien d'une telle règle à moins de la renforcer pour exiger que les administrateurs canadiens soient tout à fait indépendants. Même à cela, il importe davantage que les administrateurs soient indépendants que canadiens.

Si l'on juge qu'il est important, pour des raisons politiques, d'exiger que des citoyens canadiens occupent des postes clés dans les filiales canadiennes de multinationales, notre recommandation (proposition nº 10) pourrait être modifiée pour exiger que les administrateurs de l'extérieur qui siègent au comité d'examen de la conduite des affaires de l'entreprise soient des citoyens canadiens. Mais d'un point de vue économique, la citoyenneté des administrateurs n'a pas d'importance. Ce qui compte, sous la dimension économique du droit sur la régie d'entreprise au Canada, est que les administrateurs puissent être poursuivis en justice par les actionnaires canadiens.

Proposition nº 18

- On devrait pouvoir poursuivre en justice les administrateurs.

Les administrateurs d'entreprises canadiennes qui résident aux États-Unis ou dans un autre pays développé ne sont pas à l'abri des actions en justice. Les Canadiens peuvent intenter des poursuites devant les tribunaux étrangers. L'élément important est que les actionnaires devraient savoir à quoi s'attendre. Si une société déménage pour permettre à ses administrateurs de résider en permanence à l'extérieur du Canada, cela devrait au moins être assujetti une fois à l'approbation des actionnaires et divulgué clairement dans les prospectus liés à toute nouvelle émission de titres.

Nous n'entrevoyons aucun problème en ce qui a trait à la proposition visant à permettre la tenue d'assemblées des actionnaires à l'extérieur du Canada, qui est mentionnée dans le document de discussion sur les questions de résidence des administrateurs et d'autres aspects des sociétés (août 1995) liés à la *Loi sur les sociétés par actions*. Encore une fois, l'élément le plus important est que les actionnaires devraient savoir ce qui les attend. Une telle pratique devrait être approuvée au moins une fois par les actionnaires et les prospectus liés à toute nouvelle émission de titres devraient divulguer ce fait. De même, nous ne voyons aucune difficulté à ce que l'on retienne la proposition du document de discussion visant à ce que la *Loi sur les sociétés par actions* permette la conservation de certains dossiers à l'extérieur du Canada pourvu que ces dossiers soient facilement accessibles par voie électronique.

Mais le document de discussion renferme certaines propositions que nous jugeons peu avisées. L'une viserait à imposer aux administrateurs non résidants qu'ils déposent une caution. Nous croyons que cela n'est pas nécessaire. Si un prospectus de valeurs mobilières énonce clairement que les administrateurs peuvent résider à l'étranger, les investisseurs savent à quoi s'attendre. Une autre proposition peu judicieuse viserait à remplacer les règles de résidence des

administrateurs par une clause de « communauté d'intérêts » en imposant aux administrateurs qu'ils prêtent attention aux « intéressés » plutôt qu'aux actionnaires. Étant donné que les administrateurs ont déjà clairement la responsabilité de veiller à ce que l'entreprise s'acquitte de ses obligations contractuelles et juridiques envers toutes les parties intéressées, un devoir discrétionnaire général (semblable à celui qui s'applique aux actionnaires) ne serait utile qu'aux initiés. Nous faisons valoir longuement dans l'introduction du présent volume *qu'un devoir envers toutes les parties intéressées serait trop multidimensionnel et vague pour constituer une contrainte sérieuse sur les initiatives des administrateurs*. Un conseil d'administration peut toujours trouver un groupe dont les intérêts seraient favorisés par la décision la plus téméraire. Une obligation théorique de rendre compte à tous revient à une absence d'obligation de rendre compte à qui que ce soit.

Les dénonciateurs

Même avec les meilleurs états financiers vérifiés et les administrateurs les plus rigoureux, il est concevable que des initiés puissent escroquer les actionnaires directement ou exposer leur(s) entreprise(s) à des poursuites pour avoir enfreint la réglementation environnementale, etc. Dans de tels cas, la protection des dénonciateurs est dans l'intérêt du public tout autant que des actionnaires. Le gouvernement des États-Unis verse une prime aux dénonciateurs qui révèlent les cas de fraude dans les marchés gouvernementaux. (C'est pourquoi un si grand nombre de sièges de cabinets de toilette à 700 $ et de marteaux à 400 $ sont rendus publics dans ce pays). On peut proposer de façon tout aussi convaincante au Canada des lois visant à protéger les dénonciateurs contre les mesures de représailles, tant dans le secteur public que dans le secteur privé. Mais les mesures de rétorsion peuvent prendre des formes subtiles et immatérielles, de sorte que ces lois peuvent se révéler impossibles à appliquer. Cela confirme l'idée, élaborée dans le présent volume par Howse et Daniels, que l'on devrait offrir une prime aux dénonciateurs éventuels.

Proposition n° 19

- Il faudrait protéger les dénonciateurs contre les mesures de représailles et leur offrir une prime dans les cas où des fonds publics sont en cause. Les actionnaires devraient pouvoir prendre un vote en vue d'offrir de telles primes dans les entreprises privées.

Prises de contrôle et cessions du contrôle à l'amiable

Un élément distinctif du droit des sociétés au Canada (par rapport à celui des États-Unis) est que la cession à l'amiable du contrôle d'une société

est visée par le régime législatif sur les prises de contrôle. Ainsi, la *Loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario* empêche toute partie souhaitant acquérir le contrôle des mains d'un actionnaire dominant ou d'un groupe d'actionnaires – en versant une prime dépassant 115 p. 100 du prix de base des actions sur le marché – d'agir ainsi à moins que l'acquisition ne se fasse dans le cadre d'une offre présentée à tous les actionnaires, conformément au régime qui régit les prises de contrôle. Cela signifie que l'offre est assujettie à des périodes d'offre minimale et à l'acceptation des actions au *pro rata*, entre autres choses. L'objet d'une telle règle est d'assurer un traitement équitable des actionnaire minoritaires en veillant à ce qu'ils aient des chances égales de partager, avec l'actionnaire dominant, la prime liée au contrôle de l'entreprise lorsque celui-ci change de mains. On estime par ailleurs que cette règle d'égalité des chances a un effet de dissuasion sur les cessions de contrôle à des acquéreurs opportunistes qui voudraient piller l'entreprise en s'accaparant de certains éléments d'actif à des conditions inéquitables. Parce que cette règle empêche un actionnaire dominant de liquider sa position entièrement (contre une prime élevée), ce dernier est obligé de tenir compte des intérêts des actionnaires minoritaires lorsqu'il cède une partie du bloc de contrôle. Mais à l'encontre de ces prétendus avantages, la règle comporte des coûts importants. Un actionnaire dominant peut ne pas souhaiter détenir de participation après avoir cédé le contrôle. Le cas échéant, il est forcé d'accepter une prime moins élevée (c'est-à-dire, sous le seuil de 115 p. 100) ou d'inciter l'acquéreur à acheter la totalité des actions en circulation. Ces deux effets conjugués haussent le coût des transferts de contrôle et en réduisent ainsi la fréquence.

Nous croyons que les problèmes engendrés par le retranchement des actionnaires dominants peu performants sont non seulement importants mais graves. Par conséquent, nous pensons qu'une meilleure façon d'envisager la perspective d'un pillage *ex post* par un nouvel acquéreur est de recourir à divers mécanismes de divulgation et d'examen, tels que ceux que nous avons présentés dans notre analyse des actionnaires dominants. Nous croyons qu'un examen sélectif et minutieux, renforcé par une surveillance des actionnaires, permettrait de contraindre de façon plus efficace et nuancée les opérations intéressées de la part des actionnaires acquéreurs, mais nous doutons de la valeur des arguments en faveur du partage égal des primes de contrôle qui trouvent leur origine dans des normes d'éthique générale ou les attentes particulières des actionnaires. Sur des marchés de capitaux efficients et dynamiques, le prix des actions d'une entreprise comporte habituellement un escompte pour les participations minoritaires[7].

Proposition n° 20

- On devrait cesser d'appliquer aux ventes à l'amiable du contrôle d'une entreprise les règles relatives aux prises de contrôle qui figurent actuellement dans les lois provinciales sur les valeurs mobilières.

DIVULGATION

NOUS NE PENSONS PAS QU'IL SOIT JUSTIFIÉ SUR LE PLAN ÉCONOMIQUE de préciser un seuil de propriété (par exemple 20 p. 100) au delà duquel une tentative de prise de contrôle doit être étendue à la totalité des actions d'une entreprise. La principale conséquence d'une telle règle est de favoriser le retranchement des gestionnaires en haussant le coût des prises de contrôle. Mais nous croyons qu'il est raisonnable d'imposer la divulgation des participations des principaux actionnaires. Les actionnaires minoritaires devraient savoir quels sont les actionnaires importants, et le public devrait savoir quelles entreprises peuvent subir l'influence des investisseurs institutionnels.

Aux États-Unis, le paragraphe 13d de la *Williams Act* exige la divulgation des participations de tous les actionnaires détenant plus de 5 p. 100 du capital-actions d'une entreprise dont les titres s'échangent dans le public. Au Canada, la divulgation n'est requise que pour les participations supérieures à 10 p. 100, ce qui signifie que les actionnaires et les gestionnaires canadiens ne connaissent pas, dans bien des cas, l'identité des actionnaires de la société. Aux États-Unis, lorsque la participation d'un investisseur atteint le seuil des 5 p. 100, celui-ci doit indiquer s'il a l'intention de tenter une prise de contrôle. Cela est logique étant donné que la propriété de la plupart des entreprises américaines est dispersée et que, en comparaison de la situation observée au Canada, les actionnaires qui possèdent des participations de plus de 5 p. 100 sont rares. Le paragraphe 13d fait souvent l'objet de critiques parce la divulgation hâtive obligatoire d'un projet de prise de contrôle provoque habituellement une hausse du prix de l'action, rendant l'opération plus coûteuse pour l'acquéreur. Dans les autres pays, les règles imposant automatiquement l'extension d'une offre de prise de contrôle à la totalité des actions lorsque la participation de l'investisseur dépasse 20 p. 100 posent le même problème. Dans les deux cas, les tentatives visant à protéger les intérêts des petits actionnaires leur sont en réalité préjudiciables parce qu'elles découragent les prises de contrôle.

Une somme considérable de travaux empiriques, auxquels on réfère tout au long de ce volume, appuie l'argument selon lequel l'éventualité d'une prise de contrôle suscite une bonne régie d'entreprise. Cela signifie que les prises de contrôle doivent constituer une menace véritable pour les mauvais gestionnaires. L'intérêt public est donc mieux servi si l'on permet l'accumulation en secret des actions d'une entreprise en vue d'une éventuelle prise de contrôle.

Par contre, l'intérêt public est aussi servi par la divulgation intégrale des participations importantes au capital-actions. Dans une économie hautement concentrée comme celle du Canada, plusieurs caisses de retraite publiques acquièrent rapidement une influence considérable. Certaines caisses de retraite possèdent, individuellement, 10 p. 100 ou plus des actions avec droit de vote de nombreuses entreprises. Inévitablement, à mesure que ces institutions feront preuve d'un plus grand activisme, la taille même de leurs participations fera surgir des préoccupations importantes et légitimes en ce qui a trait à la

concentration du pouvoir économique et politique. À cet égard, nous croyons que l'éclairage brutal de l'examen public est la meilleure façon de veiller à ce que les actionnaires importants, comme les entreprises dans lesquelles ils investissent, agissent de façon constructive et responsable. C'est pourquoi nous proposons ce qui suit.

Proposition n° 21

- L'identité et la participation de tout actionnaire détenant plus de 5 p. 100 des actions avec droit de vote d'une société ouverte canadienne devraient être divulguées.

Nous ne recommandons pas que le seuil des 5 p. 100 déclenche une tentative de prise de contrôle, ni la publication d'une déclaration d'intention quant à une éventuelle prise de contrôle.

Les banques et la régie d'entreprise

En Allemagne, au Japon et dans certains autres pays, les banques détiennent d'importants blocs d'actions et jouent un rôle actif dans la régie des sociétés non financières. Dans ces pays, il est d'usage que des administrateurs soient nommés par les banques et que celles-ci soient intimement associées aux décisions stratégiques et tactiques des entreprises dont elles détiennent des actions. Certains font valoir que cette supervision bancaire est un stimulant puissant à une bonne régie d'entreprise et qu'elle pourrait supprimer le besoin des prises de contrôle, de l'activisme des caisses de retraite, etc. Morck et Nakamura (1994) présentent toutefois une vision moins idyllique de ce régime, en affirmant qu'il contribue au retranchement d'un réseau d'initiés et qu'il déprime le prix des actions. Dans le présent volume, ces auteurs décrivent le cheminement parfois houleux des systèmes financiers axés sur les banques en Allemagne et au Japon et ils analysent certains des problèmes les plus sérieux que peuvent connaître ces systèmes.

Une plus grande participation des banques canadiennes au capital-actions des entreprises améliorerait-elle la régie interne de ces dernières ? Amoako-Adu et Smith n'ont observé aucun profil systématique dans les données canadiennes sur le rendement des entreprises dont certains administrateurs sont affiliés à des institutions financières. Morck et Nakamura ont observé un rapport négatif entre le rendement de l'entreprise et la présence d'administrateurs affiliés à des banques canadiennes. Même si cela indiquait que les banques et d'autres institutions financières commencent à jouer un rôle actif dans la régie des entreprises en difficulté et qu'elles assurent peut-être ainsi une fonction utile, nous devons conclure qu'il n'y a pas encore de preuves définitives à l'appui d'un rôle accru des banques ou d'autres institutions financières en matière de régie au Canada. D'un point de vue social, il est probablement plus utile d'explorer d'autres solutions en vue d'améliorer la régie des entreprises.

Proposition n° 22

- Le rôle des banques dans la régie d'entreprise ne devrait pas être élargi.

OBJECTIFS DE LA POLITIQUE PUBLIQUE ET RÉGIE D'ENTREPRISE

LES DÉCISIONS QUE PRENNENT LES GRANDES ENTREPRISES CANADIENNES peuvent soit renforcer, soit réduire la capacité des gouvernements d'atteindre leurs objectifs. Dans le passé, les gouvernements ont eu recours à des impôts et à des subventions ciblées pour infléchir les décisions des entreprises. Cela a accru considérablement la complexité du régime fiscal, ce qui en a amené plusieurs à conclure qu'il était devenu désespérément arbitraire. Récemment, certains ont préconisé l'imposition d'une responsabilité aux administrateurs comme moyen d'atteindre certains objectifs de politique sociale.

Nakamura, Cragg et Sayers affirment qu'il s'agit là d'une solution inefficiente pour atteindre de tels objectifs. Tous les arguments invoqués dans la section qui précède en faveur d'une responsabilité précise et bien définie des administrateurs sont extrêmement pertinents ici. Le fait de rendre les administrateurs responsables des salaires impayés, des dommages causés à l'environnement ou de l'incapacité d'atteindre certains objectifs de la politique sociale n'aura probablement pour effet que de dissuader des personnes compétentes d'accepter de siéger à des conseils d'administration. Les administrateurs doivent pouvoir contrôler les choses dont ils sont tenus responsables. Nous croyons que la divulgation obligatoire de la contribution que font les entreprises aux objectifs de la politique publique serait une solution beaucoup plus appropriée à cet égard. Il y a aussi plus de chance que cette mesure soit efficace.

Ainsi, on soutient habituellement que les actionnaires en Amérique du Nord ont un horizon temporel rapproché et que cela entraîne des niveaux moins élevés de dépenses de R-D qu'au Japon ou que dans d'autres pays où les gestionnaires sont libres d'adopter une perspective à long terme. L'étude de Giammarino, présentée dans ce volume, offre des preuves assez concluantes du fait que les dépenses de R-D haussent la valeur des actions non seulement à long terme, mais dans l'immédiat. Nous avons ainsi une situation où la politique de l'État et les vœux des actionnaires semblent privilégier des dépenses de R-D plus élevées. L'absence de règle imposant aux entreprises canadiennes de divulguer leurs dépenses de R-D ne fait que soustraire les gestionnaires des entreprises faisant peu de R-D à l'attention des actionnaires. Nous proposons donc ce qui suit.

Proposition n° 23

- Les entreprises devraient être obligées de divulguer leurs dépenses de recherche et de développement. Celles qui ne font pas de R-D devraient être tenues de le déclarer.

Nous croyons que les autres objectifs de la politique sociale pourraient être approchés de la même façon. Par exemple, si le recyclage des travailleurs devient une priorité nationale, on pourrait obliger les entreprises à divulguer les montants qu'elles consacrent actuellement à ces activités. Si cet objectif de la politique sociale est vraiment important pour le public, les consommateurs pourraient choisir de soutenir les entreprises sur la base des renseignements qu'elles divulguent.

RÉGIE DES ORGANISMES À BUT NON LUCRATIF

HIRSHHORN POSE LA QUESTION DE L'OBLIGATION DE RENDRE COMPTE dans les organismes à but non lucratif. Les pressions budgétaires accrues qui s'exercent à tous les paliers de gouvernement rendent essentielle une régie efficiente des établissements à but non lucratif, tels que les hôpitaux et les universités. Les gouvernements sont aussi de plus en plus intéressés à céder en sous-traitance au secteur à but non lucratif la prestation de certains biens et services publics. Nous pensons que les gouvernements au Canada devraient entreprendre un examen détaillé du cadre législatif des organismes à but non lucratif afin de voir si les mécanismes obligeant ces organismes à rendre des comptes aux contribuables, aux donateurs et aux bénéficiaires sont adéquats et efficaces. Ces dispositions législatives pourraient être mises à jour périodiquement en fonction de l'évolution des pratiques et des demandes.

Proposition n° 24

- Le gouvernement fédéral et les provinces devraient établir des comités consultatifs spéciaux regroupant des conseillers professionnels des organismes à but non lucratif, des représentants de ces organismes et des spécialistes indépendants qui feraient un examen et proposeraient une réforme des dispositions législatives régissant les établissements à but non lucratif, tels que les organismes de services publics, les hôpitaux et les universités.

Les recommandations faites par Hirshhorn en vue d'imposer des examens indépendants et des exigences rigoureuses en matière de rapport aux organismes à but non lucratif devraient constituer le point de départ d'un tel exercice. Un aspect qu'il serait essentiel d'aborder est celui de déterminer à qui les administrateurs des organismes à but non lucratif devraient rendre des comptes. Les hôpitaux devraient-ils être gérés dans l'intérêt des patients (les clients), des médecins (les travailleurs spécialisés) ou des contribuables (les bailleurs de fonds); envers qui les administrateurs des organismes à but non lucratif ont-ils des obligations fiduciaires ? Un examen approfondi de la régie des hôpitaux, des universités, des sociétés d'État et d'autres organismes à but non lucratif au Canada s'impose depuis déjà longtemps. Une telle initiative devrait être

motivée non par une quelconque allégation de gaspillage ou de malversation, mais par le simple fait – qui incite à réfléchir – que ces organismes ont acquis une importance considérable et que les gouvernements manquent de ressources.

ARBITRAGE

SI L'ON VEUT QUE LES DROITS DES ACTIONNAIRES et des bénéficiaires des caisses de retraite aient un contenu réel, ils doivent pouvoir être exercés à un coût et dans un délai raisonnables. Les diverses propositions mises de l'avant dans ce document visent à créer de nouveaux droits et de nouvelles obligations juridiques, de même qu'à clarifier et, dans certains cas, à modifier ceux qui existent déjà. Le système juridique du Canada est déjà lourd et encombré. Nous ne voulons pas que de nouvelles règles de régie d'entreprise viennent aggraver la situation.

Nous ne sommes par sûrs non plus que le régime juridique actuel, axé sur la confrontation, permette un règlement juste, rapide et raisonnable des différends liés à la régie d'entreprise. Les longs et pénibles litiges dissuadent les actionnaires de contester les actes des initiés. Puisque les gestionnaires peuvent utiliser l'argent des actionnaires pour régler les frais juridiques, ils ont une plus grande endurance. Le régime juridique penche trop en faveur des gros joueurs.

Au Royaume-Uni, on a conçu une solution intéressante à ce problème. Le *rapport Cadbury*, publié au terme d'un examen attentif de la régie d'entreprise dans ce pays, a établi que l'arbitrage, plutôt que le système judiciaire accusatoire en place, constituait la meilleure façon de régler les différends portant sur la régie d'entreprise. Nous pensons qu'un régime d'arbitrage obligatoire conviendrait également au Canada.

Proposition n° 25

- Les différends en matière de régie d'entreprise devraient être réglés par voie d'arbitrage. Le système juridique ne devrait intervenir que si le processus d'arbitrage n'a pas été appliqué comme il se doit.

Une solution pour le gouvernement consisterait à légiférer l'arbitrage obligatoire. Une démarche *moins interventionniste* serait de permettre aux entreprises d'inscrire dans leurs statuts constitutifs des clauses qui les lieraient, de même que leurs administrateurs et leurs gestionnaires, aux décisions rendues par des comités d'arbitrage. Les actionnaires seraient informés, dans les prospectus, les documents de sollicitation de procurations et les rapports annuels, du fait que l'entreprise est ou non liée par un tel engagement. Il est probable que les pressions exercées par les actionnaires mèneraient rapidement à l'acceptation quasi universelle du principe de l'arbitrage.

Les comités d'arbitrage devraient se conformer aux lois et aux règlements établis par les gouvernements. Dans les différends portant sur la régie d'entreprise, une variante du processus suivant pourrait être retenue : chaque partie nommerait un arbitre et les deux arbitres en nommeraient un troisième; puis, le comité d'arbitrage entendrait et trancherait rapidement et à peu de frais le différend. Des systèmes semblables pourraient être établis pour régler, par voie d'arbitrage, les différends soulevés par la régie des caisses de retraite.

PHILOSOPHIE D'INTERVENTION PUBLIQUE EN MATIÈRE DE RÉGIE D'ENTREPRISE

L'INTÉGRATION CROISSANTE DES MARCHÉS FINANCIERS à l'échelle mondiale rend rapidement désuète toute distinction entre les systèmes de régie d'entreprise des différents pays. Si les entreprises canadiennes n'arrivent pas à adopter des modèles de régie d'entreprise adéquats, les investisseurs canadiens placeront tout simplement leur fonds à l'étranger. Les entreprises canadiennes seront bientôt obligées de soutenir la concurrence d'entreprises rivales établies un peu partout dans le monde. Toutes choses égales par ailleurs, l'entreprise ayant le meilleur système de régie l'emportera. Par conséquent, la meilleure façon pour le gouvernement d'améliorer la régie d'entreprise au Canada est d'ouvrir l'économie canadienne à la concurrence internationale, rapidement plutôt que lentement, et d'empêcher que des entreprises mal gérées ne survivent grâce à des subventions ou à d'autres conditions de faveur consenties par les autorités.

On ne devrait pas employer de règles coercitives en matière de régie d'entreprise afin de promouvoir des objectifs sociaux plus vastes, par exemple, pour stimuler la R-D, intensifier l'effort de formation des travailleurs ou réduire le chômage. Les règles adoptées en Ontario en vue de rendre les administrateurs personnellement responsables des salaires impayés n'ont pas permis d'atteindre l'objectif d'une réduction du chômage dans la province. Leur seul effet a été d'inciter des administrateurs à démissionner lorsqu'ils craignaient que l'entreprise soit en difficulté. Mais c'est justement à ce moment qu'il importe le plus d'avoir un conseil d'administration pleinement opérationnel.

Il a été démontré de façon assez convaincante que les dépenses de R-D haussaient la valeur des actions non seulement à long terme mais dans l'immédiat. Le lien entre une main-d'œuvre bien formée et le prix élevé des actions a aussi été bien documenté, mais même le bon sens nous dicte qu'il devrait en être ainsi. En veillant d'abord à instaurer le contexte juridique et économique approprié pour ensuite laisser aux conseils d'administration, aux chefs de la direction, aux investisseurs institutionnels et aux autres intervenants dans la régie d'entreprise le soin de faire augmenter le prix des actions, l'État se trouvera indirectement à promouvoir ces objectifs de plus grande portée. La plupart de nos recommandations représentent donc diverses façons de dire aux autorités de ne pas trop s'immiscer dans les affaires internes des entreprises, de ne pas

dicter par voie de législation la structure ou la taille du conseil d'administration, de ne pas favoriser une structure de propriété particulière, etc. Si les gouvernements s'en tiennent à des politiques de libre marché, les entreprises canadiennes constateront qu'une meilleure régie d'entreprise est un élément important, que cela leur plaise ou non.

Une économie de libre marché doit reposer sur un système juridique et économique visiblement équitable. Pour des raisons politiques ou historiques, la concentration du pouvoir économique est une source de préoccupation au Canada. Il est donc raisonnable d'exiger une divulgation entière et une supervision extérieure lorsqu'il y a risque de comportement irrégulier de la part d'initiés puissants. C'est la raison pour laquelle les dénonciateurs doivent être protégés. C'est aussi pour cette raison que nous recommandons une divulgation intégrale de la rémunération versée aux initiés, et que nous préconisons fortement que des comités d'examen passent en revue les opérations avec lien de dépendance et que les détails de ces opérations soient divulgués.

Dans l'économie mondiale, aucun pays ne peut se permettre des lois trop contraignantes en matière de régie, sans du même coup inciter les entreprises à aller s'établir ailleurs, là où le contexte est plus amical. Il ne peut non plus se permettre de trop assouplir ses règles car les investisseurs pourraient tout simplement placer leurs fonds à l'étranger. Tout en constituant un défi redoutable, la recherche d'un équilibre impose aux législateurs une contrainte à la fois prudente et pratique.

NOTES

1 Puisque nous lierions la rémunération au rendement des actions de l'entreprise par rapport à celle d'autres entreprises semblables, les administrateurs seraient à l'abri de toute fluctuation générale du marché attribuable à une soi-disant myopie.

2 Une telle option est initialement « en jeu » si, au moment où elle est écrite, elle permet au chef de la direction d'acheter des actions à rabais par rapport au prix actuel du marché.

3 Des exceptions devraient être prévues si l'on peut démontrer que l'entreprise s'est livrée au gaspillage, c'est-à-dire, si des ressources de l'entreprise ont été versées à ces gestionnaires sans avantages correspondants pour l'entreprise.

4 Mais le débat entourant les pilules empoisonnées est loin d'être terminé. Si les gestionnaires les utilisent pour hausser le prix offert au moment d'une tentative de prise de contrôle, ce mécanisme pourrait en réalité profiter aux actionnaires. Une étude récente de Comment et Schwert (1995) adopte cette perspective.

5 Pour un examen plus approfondi, voir MacIntosh (1993*a*).
6 Voir aussi MacIntosh (1993*a*).
7 Voir aussi MacIntosh (1993*b*).

BIBLIOGRAPHIE

Bodie, Z., J. Light, R. Morck et R. Taggart, « Funding and Asset Allocation in Corporate Pension Plans: An Empirical Investigation », paru dans *Issues in Pension Economics*, ouvrage publié sous la direction de Bodie, Shoven and Wise, National Bureau of Economic Research Conference Volume, University of Chicago Press, 1987.

Comment, R. et G. Schwert, « Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Devices », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, nº 1, 1995, p. 3-44.

Daniels, R. et P. Halpern, « The Role of the Closely Held Public Corporation in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, à paraître, 1995.

Daniels, R. et J. MacIntosh, « Toward a Distinctive Canadian Corporate Law Regime », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 29, 1991, p. 863.

Daniels, R. J. et E. J. Waitzer, « Challenges to the Citadel: A Brief Overview of Recent Trends in Canadian Corporate Governance », *Canadian Business Law Journal*, vol. 23, 1994, p. 23.

Hermalin, B. E. et M. S. Weisbach, « Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the C.E.O. », document non publié, 1995.

_____, « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 20, nº 4, 1991, p. 101.

Lakonishok, J., A. Shleifer et R. W. Vishny, « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 1992*a*, p. 23.

_____, « The Structure and Performance of the Money Management Industry », Brookings Papers on Economic Activity - Microeconomics, 1992*b*, p. 339-391.

Lakonishok, J., A. Shleifer, R. Thaler et R. Vishny, « Window Dressing by Pension Fund Managers », *American Economic Review*, vol. 81, 1991, p. 227.

MacIntosh, J. G., « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 31, 1993*a*, p. 2371.

_____, « The Canadian Securities Administrators' Takeover Proposals: Old Wine in New Bottles », *Canadian Journal of Business Law*, vol. 22, 1993*b*, p. 231.

McConnell, J. et H. Servaes, « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, 1990, p. 595.

Morck, R. et M. Nakamura, « Banks and Corporate Control in Japan », manuscrit non publié, 1994.

Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny, «Alternative Mechanisms for Corporate Control », *American Economic Review*, vol. 79, 1989, p. 842.

_____, « Management Ownership and Market Valuation », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 293.

Pagano, M., F. Panetta et L. Zingales, « Why do Companies Go Public: An Empirical Analysis », document non publié, 1994.

Rosenstein, S. et J. Wyatt, « Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth », *Journal of Financial Economics*, vol. 26, 1990, p. 175.

Shleifer, A. et R. Vishny, « Corporate Governance », document non publié, 1995.

Weisbach, M. S., « Outside Directors and CEO Turnover », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988, p. 431.

Les auteurs

Ben Amoako-Adu est professeur et directeur du Département de finances à l'Université Wilfrid Laurier. Il fut aussi professeur de finances à l'Université York et à l'Université du Nouveau-Brunswick. Ses nombreux travaux de recherche dans les domaines de l'investissement, des institutions financières, des finances de l'entreprise, de la régie des sociétés, des prises de contrôle, des actions subalternes et de la fiscalité et des prix des éléments d'actif ont été publiés dans plusieurs revues scientifiques. Il est aussi consultant auprès d'institutions bancaires et d'entreprises multinationales.

Jennifer Arlen est professeur de droit à la Faculté de droit de l'Université de la Californie du Sud; elle y enseigne l'organisation industrielle, la réglementation des valeurs mobilières et les pratiques frauduleuses sur le marché des valeurs mobilières. Détentrice d'un diplôme en droit et d'un doctorat en économique de l'Université de New York, elle a publié de nombreuses études portant sur les crimes et les fraudes dans l'entreprise, ainsi que sur les moyens de dissuasion.

Giovanni Barone-Adesi est professeur de finances à la Faculté de commerce de l'Université de l'Alberta; en 1994-1995, il fut professeur invité de finances à la Wharton School. Il est titulaire d'un doctorat de la Graduate School of Business de l'Université de Chicago. À l'heure actuelle, il donne des cours à des étudiants des premier, deuxième et troisième cycles dans les domaines de l'investissement, des contrats d'options et des contrats à terme. À titre de co-auteur, il a publié de nombreux articles portant sur des aspects financiers de l'entreprise.

Bruce Chapman a obtenu un baccalauréat et un doctorat en droit de l'Université de Toronto; il enseigne actuellement à la Faculté de droit de cette université. Pendant l'année universitaire 1995, il fut professeur invité John M. Olin de droit et d'économie à la Faculté de droit de l'Université de la Virginie. Les champs d'intérêt du professeur Chapman en matière d'enseignement et de

recherche comprennent le droit de la responsabilité délictuelle, le droit des sociétés, la théorie juridique, le droit et l'économie, et la théorie des choix rationnels. Il est l'auteur de nombreux articles sur ces sujets.

John Cragg détient un doctorat en économie de l'Université Princeton et il est professeur d'économie à l'Université de la Colombie-Britannique. Il fut directeur de la Commission fédérale des prix et des revenus et il a agi à titre de consultant auprès du ministère des Services sociaux de la Colombie-Britannique. En 1994, il fut invité à prononcer la conférence Innes devant les membres de l'Association canadienne d'économique. Le professeur Cragg a publié de nombreux articles dans les domaines des finances de l'entreprise, de l'évolution de la demande des ménages, de la fiscalité et des politiques sociales.

Ronald J. Daniels est doyen de la Faculté de droit de l'Université de Toronto. Il est l'auteur (ou le co-auteur) d'un grand nombre d'articles portant sur des sujets aussi diversifiés que le droit des sociétés et des valeurs mobilières, le fédéralisme et la réglementation des institutions financières, la privatisation en Europe de l'Est et la réforme du secteur public. Récemment, il a occupé le poste de président du Groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières en Ontario et il fut membre du comité de la Bourse de Toronto sur la régie d'entreprise (comité Dey). Le professeur Daniels a obtenu un baccalauréat en droit de l'Université de Toronto et une maîtrise en droit de l'Université Yale.

Jean-Claude Delorme est entré en fonction à la Caisse de dépôt et placement du Québec en juillet 1990 à titre de président du conseil d'administration et de chef de la direction; il a démissionné de ce poste le 30 mars 1995. M. Delorme a obtenu une licence en droit de l'Université de Montréal. Il a été admis au Barreau du Québec en 1960. M. Delorme est officier de l'Ordre national du Québec et membre du conseil d'administration de plusieurs sociétés. Il est président du conseil d'administration du Musée des beaux-arts du Canada et vice-président du conseil du Conference Board du Canada.

Ramy Elitzur est professeur agrégé à la Faculté de gestion de l'Université de Toronto. Dans la majorité de ses travaux de recherche, le professeur Elitzur s'est intéressé aux problèmes d'encadrement dans l'entreprise et à leur incidence sur le rendement de l'entreprise et la préparation de rapport; il a publié de nombreux articles dans des revues scientifiques. De plus, le professeur Elitzur a rédigé des lignes directrices portant sur la conception de régimes de rémunération incitative à l'intention des cadres et sur des systèmes d'information en matière d'impartition pour la Société des comptables en management du Canada. Il détient un doctorat de la Stern School of Business de l'Université de New York.

Stephen Foerster est titulaire d'un doctorat en finances de la Wharton School de l'Université de la Pennsylvanie et il est actuellement professeur agrégé de

finances à l'École d'administration des affaires de l'Université Western Ontario. Ses principaux champ d'intérêts en matière d'enseignement et de recherche comprennent les domaines de la gestion des investissements et du marché des capitaux. Au nombre de ses publications canadiennes récentes figurent des études portant sur des modèles de mouvements des prix, de rendements des actions et de fluctuations des cours des options, la vulnérabilité face à l'étranger des entreprises comprises dans le TSE 35 et des stratégies de répartition tactique des actifs. Il participe activement à la conception et à l'enseignement d'un programme de formation de courtage au détail à l'intention des conseillers en placements d'un important courtier canadien en valeurs mobilières et il est consultant auprès de la division des actions d'un autre courtier en valeurs mobilières.

Jean-Marie Gagnon enseigne la gestion financière à l'Université Laval. Il détient une maîtrise de l'Université Laval et un doctorat en administration des affaires de l'Université de Chicago. Ses recherches portent sur la régie d'entreprise et l'incidence de l'imposition du revenu sur les marchés financiers. Il a publié des articles dans plusieurs revues scientifiques au Canada et à l'étranger. M. Gagnon est membre de l'Institut canadien des comptables agréés et de la Société royale du Canada.

Ronald Giammarino est professeur agrégé et directeur du Département de finances de la Faculté de commerce et d'administration des affaires de l'Université de la Colombie-Britannique. Ses champs d'intérêts en matière d'enseignement et de recherche comprennent les finances de l'entreprise, la réglementation des institutions bancaires et le droit et l'économie. Il a été consultant auprès de B.C. Gas et du gouvernement de la Colombie-Britannique et il est comparu à titre de témoin-expert devant le sous-comité de la Chambre des communes chargé d'examiner le rôle de la Société d'assurance-dépôts du Canada. Le professeur Giammarino est titulaire d'un doctorat en gestion de l'Université Queen's.

Lee **Gill** détient une maîtrise en économique de l'Université Queen's et il est directeur de projet principal à la Direction de la politique des lois commerciales d'Industrie Canada. Avant d'accepter ce poste, il était directeur de projet principal à la Direction générale de la révision législative de Consommation et Affaires commerciales Canada. Il a aussi occupé les fonctions de conseiller principal en politiques à la Direction du développement des politiques d'Environnement Canada et d'économiste principal à la Direction de la politique énergétique d'Énergie, Mines et Ressources Canada. À l'heure actuelle, il dirige les travaux entrepris dans le cadre de la deuxième étape des modifications à apporter à la *Loi sur les sociétés par actions*.

Paul Halpern est professeur de finances à la Faculté de gestion de l'Université de Toronto, président du comité consultatif de la *Canadian Investment Review*

et président du comité de la recherche de la Fondation canadienne de recherche financière. Il a aussi agi à titre de consultant auprès de gouvernements, d'autorités de réglementation et de sociétés dans les domaines des finances de l'entreprise, du marché des capitaux et des valeurs mobilières. Le professeur Halpern détient un doctorat en finances de l'Université de Chicago et il a publié des travaux de recherche théoriques et empiriques dans des revues à caractère scientifique et appliqué. Ses champs d'intérêts en recherche comprennent les fusions et les acquisitions, la restructuration des entreprises et la régie des sociétés.

Roger Heat a occupé les fonctions d'analyste principal des politiques au ministère d'État chargé des Sciences et de la Technologie et au Conseil économique du Canada. Il est actuellement à l'emploi d'Industrie Canada. Parmi ses champs d'intérêts en matière de recherche figurent le financement de la technologie, les comparaisons des systèmes et des programmes de technologie à l'échelle internationale et les différends commerciaux liés aux technologies.

Ronald Hirshhorn est un consultant en économique et en politiques publiques établi à Ottawa. Avant de mettre sur pied sa propre entreprise de consultation, il a occupé des postes d'économiste principal et de directeur de projet au Conseil économique du Canada. La plupart des travaux de recherche de M. Hirshhorn sont liés à des questions de conception organisationnelle et au problème général de la détermination des instruments et des institutions appropriés pour atteindre des objectifs de politiques publiques.

Clifford G. Holderness est professeur agrégé de finances à la Carroll School of Management du Boston College. Il a publié des articles à caractère théorique et empirique dans les domaines du contrôle des sociétés, des actionnaires détenant des blocs importants de titres de sociétés ouvertes et des droits de propriété. Le professeur Holderness est titulaire de diplômes de premier et de deuxième cycles obtenus de l'Université Stanford et d'un diplôme d'études supérieures de la London School of Economics.

Robert Howse est professeur adjoint à la Faculté de droit de l'Université de Toronto et directeur adjoint du programme de droit commercial et des affaires internationales. Son enseignement et ses travaux de recherche sont axés principalement sur le droit économique international, le fédéralisme, le droit public, la réglementation économique et sociale et le droit privé international. Il a rédigé à titre d'auteur ou de co-auteur de nombreux ouvrages et monographies portant sur des sujets aussi diversifiés que la réglementation du commerce international (avec Michael Trebilcock), l'harmonisation de l'impôt sur le revenu au Canada, la politique industrielle et la réforme constitutionnelle. Un article qui paraîtra sous peu dans une revue scientifique examine les limites de l'argument économique dans le cadre du débat actuel sur la souveraineté.

Mark Huson est professeur adjoint de finances à la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta. Dans la majorité de ses travaux de recherche, Mark Huson s'est intéressé à l'étude de l'incidence de la fabrication juste à temps sur le rendement des entreprises aux États-Unis (en collaboration avec Dhananjay Nanda), des effets des divisions d'actions sur la variation des coûts de transaction et de la valeur des actions des sociétés et les effets des marchés secondaires sur le prix d'offre et l'établissement de prix au-dessous de la normale au moment d'une première offre publique de titres (en collaboration avec Christopher F. Noe). Il a aussi collaboré (avec Patricia Dechow et Richard Sloan) à la rédaction d'un article intitulé *The Effect of Restructuring Changes on Executive Compensation.*

Vijay Jog est un ingénieur-chimiste qui a obtenu des diplômes en gestion et en finances de l'Université McGill. Il est actuellement professeur de finances à l'École d'administration des affaires de l'Université Carleton. Ses champs de spécialisation comprennent les finances de l'entreprise, la création de valeur, la fiscalité et le financement des entreprises. Il a publié de nombreux articles dans des revues financières réputées à l'échelle internationale. Le professeur Jog a acquis une vaste expérience des questions relatives au financement des entreprises, au marché des capitaux et à la fiscalité dans les secteurs public et privé.

Lewis Johnson est professeur de finances à l'École d'administration des affaires de l'Université Queen's. Ses champs d'intérêts en matière de recherche portent sur l'évaluation des actifs financiers, l'élaboration de stratégies financières et le fonctionnement des marchés financiers. Son ouvrage (rédigé en collaboration avec B. Pazderka) portant sur l'efficience économique des marchés boursiers canadiens vient d'être publié par le Fraser Institute. Le professeur Johnson est titulaire d'un doctorat de l'Université de Toronto.

Clifton R. Lee-Sing est économiste à l'emploi de la Division de l'analyse des investissements stratégiques au sein de la Direction générale de l'analyse de la politique micro-économique d'Industrie Canada. Il a collaboré à la mise au point d'une base de données micro-économiques qui a servi à la préparation du document d'Industrie Canada sur la régie d'entreprise. Il détient une maîtrise en sciences (finances) du Collège des études supérieures et de la recherche de l'Université de la Saskatchewan. Sa thèse de maîtrise comprend une analyse et une évaluation des répercussions de diverses stratégies d'opérations sur options axées sur une protection de l'investisseur au fil du temps contre les pertes de valeur d'un portefeuille de placements.

Jeffrey MacIntosh est professeur agrégé de droit à la Faculté de droit de l'Université de Toronto. Il enseigne surtout dans les domaines du droit des sociétés et des valeurs mobilières, et du droit et de l'économique, bien qu'il ait aussi donné des cours en droit commercial et en droit contractuel. Le

professeur MacIntosh a publié de nombreuses études dans le domaine du droit des sociétés et des valeurs mobilières, qui traitent de sujets tels que les droits des actionnaires, les rapports juridiques entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires, les prises de contrôle de sociétés, les pilules empoisonnées, les correctifs à l'oppression légale, les droits d'évaluation, le rôle des investisseurs institutionnels et des épargnants individuels sur le marché canadien des capitaux et les responsabilités fiduciaires des membres de conseil d'administration. Ses travaux de recherche actuels sont axés sur les problèmes spéciaux de financement des entreprises de haute technologie au Canada.

Vikas Mehrotra a obtenu un doctorat de l'Université de l'Oregon et il est actuellement professeur adjoint de finances à la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta. Ses travaux de recherche ont porté surtout sur des questions empiriques dans les domaines des finances de l'entreprise, de la restructuration et de la régie des sociétés. Il poursuit actuellement des recherches qui traitent, entre autres, des sujets suivants : un examen du rendement des entreprises et des rendements sur des périodes de conservation de portefeuilles axés sur l'émission d'actions sûres (en collaboration avec Ken Shah) et une analyse des émissions de titres d'emprunt et des changements dans l'ensemble des occasions de placements qui s'offrent aux sociétés émettrices (en collaboration avec Mark Huson). Il a aussi entrepris une analyse du rendement ultérieur de sociétés qui procèdent à des cessions d'actions.

Randall K. Morck a obtenu un doctorat en économie de l'Université Harvard et il est actuellement titulaire de la chaire Stephen A. Jarislowsky à la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta. Ses champs d'intérêts dans l'enseignement et la recherche sont axés sur les finances de l'entreprise et l'économie. On compte parmi ses publications un manuel sur les finances de la gestion (en collaboration avec P. Lusztig et B. Schwab), de nombreux articles parus dans des revues scientifiques – dont les plus récents traitaient de l'économie de la concentration de propriété et de la propriété des sociétés et la gestion – et plusieurs documents de travail, dont l'un portait sur les banques et le contrôle des sociétés au Japon (en collaboration avec Masao Nakamura) et un autre traitait des actionnaires importants et du rendement des entreprises (en collaboration avec David Stangeland).

Alice Nakamura détient un doctorat en économie de l'Université Johns Hopkins et elle est actuellement professeur d'administration des affaires et titulaire de la chaire Winspear à la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta. Elle fut présidente de l'Association canadienne d'économique en 1994-1995 et elle est membre de l'exécutif et du conseil d'administration du Forum canadien de recherche sur l'emploi. Le professeur Nakamura fut membre du groupe de travail sur la réforme de la sécurité sociale, créé par le ministre Axworthy. Ses champs d'intérêts en matière de recherche sont axés sur l'économie du travail, les stratégies de l'entreprise, les

simulations micro-analytiques, la méthodologie économétrique, les mesures de la productivité et des prix, et les politiques sociales. Deux de ses publications récentes traitaient de la réforme de la sécurité sociale et des rôles de l'assurance et du soutien du revenu dans le contexte du régime de l'assurance-chômage.

Masao Nakamura est professeur à la Faculté de commerce et d'administration des affaires ainsi qu'à la Faculté des sciences appliquées de l'Université de la Colombie-Britannique, où il donne des cours d'affaires internationales, de gestion de la technologie, des modes de gestion au Japon et de mise au point de nouveaux produits. Il est aussi professeur titulaire de la chaire de recherche sur le Japon à l'institut de recherche asiatique de l'Université de la Colombie-Britannique. Le professeur Nakamura détient un doctorat en recherche opérationnelle et en génie industriel de l'Université Johns Hopkins. Ses recherches sont axées sur l'économie et les processus décisionnels en matière de gestion qui sous-tendent les stratégies des ménages et des entreprises en Amérique du Nord, au Japon et dans d'autres pays. Parmi ses domaines de recherche à l'heure actuelle figurent la régie des sociétés et l'économétrie. Il a collaboré à la rédaction de plusieurs ouvrages.

Ted Neave détient un doctorat de l'Université de la Californie à Berkeley et il est professeur de finances à l'École de commerce de l'Université Queen's. Parmi ses champs d'intérêts en matière de recherche figurent les mathématiques discrètes des rapports de dominance et de l'établissement des prix des effets accessoires, la théorie de portefeuille et l'économie des institutions financières. Le professeur Neave s'est intéressé à la formation du personnel de l'industrie bancaire et il a mis au point des logiciels de simulation avancés utilisés dans cette industrie. Son plus récent ouvrage porte sur l'économie des marchés financiers.

Michel Patry est professeur agrégé d'économie à l'École des hautes études commerciales (HEC) et directeur du programme de doctorat en administration offert conjointement par cette institution, l'Université Concordia, l'Université McGill et l'Université du Québec à Montréal. Il est chercheur associé au Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO) et membre du Centre d'études en administration internationale (CETAI) des HEC. Ses activités de recherche et d'enseignement sont axées sur l'analyse économique des entreprises et de l'organisation industrielle. Ses publications récentes portent sur les facteurs économiques de l'impartition, le rôle disciplinaire des prises de contrôle et les conséquences de la réglementation sur l'efficacité et la productivité des entreprises canadiennes. M. Patry est titulaire d'un doctorat en économique de l'Université de la Colombie-Britannique.

Michel Poitevin est détenteur d'un doctorat en économique de l'Université de la Colombie-Britannique. Il est professeur agrégé au Département de sciences

économiques de l'Université de Montréal et chercheur au Centre de recherche et développement en économique (CRDE). Spécialiste de l'économie financière et de l'économie de l'information au sein de l'entreprise, Michel Poitevin a mené plusieurs travaux de recherche portant sur les interactions entre la production et les décisions financières, sur l'information, sur les marchés financiers et les oligopoles, de même que sur les conséquences économiques des asymétries d'information, notamment dans le cadre des ententes contractuelles et des décisions d'investissement. Depuis 1992, Michel Poitevin est rédacteur de *L'Actualité économique*, une revue d'analyse économique.

P. Someshwar Rao est directeur de la Direction de l'analyse des investissements stratégiques au sein du Secteur de la politique industrielle et politique scientifique d'Industrie Canada. Il est responsable des activités se rapportant au programme de publications de recherche d'Industrie Canada, ainsi que de l'analyse des répercussions des investissements (nationaux et internationaux), du commerce et de la technologie, et des structures canadiennes de régie d'entreprise sur le potentiel de croissance micro-économique de l'industrie canadienne. Avant de se joindre à Industrie Canada, M. Rao était à l'emploi du Conseil économique du Canada, où il a été appelé à jouer un rôle de premier plan dans le cadre de la préparation de rapports importants sur la compétitivité de l'industrie canadienne. Il a aussi agi à titre de directeur intérimaire du groupe chargé de la mise au point du modèle CANDIDE – un modèle désagrégé de l'industrie canadienne. M. Rao a obtenu un doctorat de l'Université Queen's.

Roberta Romano est professeur de droit à l'École de droit et à l'École d'administration des affaires de l'Université Yale. En plus d'être l'auteur d'un ouvrage récent sur le droit des sociétés aux États-Unis, elle est rédactrice des lecteurs interdisciplinaires de la collection de droit (publiée par les Oxford University Press) et elle fut directrice de la publication du premier volume paru dans la présente série. Le professeur Romano est membre de l'American Academy of Arts and Science et elle fut membre du conseil d'administration de l'American Law and Economics Association. Elle fut aussi présidente des sections du droit et de l'économie, et de l'administration des affaires de l'Association of American Law Schools. Ses recherches sont axées sur les domaines suivants : la concurrence entre les États pour attirer des entreprises, l'économie politique du droit des prises de contrôle, les litiges mettant en cause des actionnaires et les caisses publiques de retraite.

Kathleen Sayers détient une maîtrise en administration publique de l'Université de la Californie du Sud. Elle s'intéresse depuis longtemps à l'éducation des adultes et au perfectionnement des compétences des adultes qui font partie de la population active. Elle a élaboré une série de cours et un programme menant à un certificat dans le cadre du programme d'éducation

permanente de l'Université Simon Fraser. Elle est co-fondatrice de la société International Wordsmith, établie à Vancouver.

Larry Schwartz est un économiste établi à Toronto, qui s'intéresse activement à la recherche en matière de réglementation et d'analyse des politiques, notamment aux questions relatives aux marchés financiers et au marché du capital. Auparavant économiste en chef à la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario, il a œuvré dans les domaines des services bancaires aux entreprises et de la prise ferme pendant de nombreuses années. Depuis la mise sur pied de sa propre entreprise de consultation, il a assuré la prestation de services de recherche économique et statistique et de soutien à l'élaboration de politiques, entre autres, auprès du ministère fédéral des Finances, de la Bourse de Toronto, de l'Institut des fonds d'investissement du Canada, du Bureau de la politique de concurrence et de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario. M. Schwartz a obtenu un doctorat de la Wharton School de l'Université de la Pennsylvanie.

Brian F. Smith est professeur agrégé de finances à l'Université Wilfrid Laurier et directeur du Mutual Group Financial Services Research Centre de l'École d'administration des affaires et de l'économie de la même université. M. Smith a effectué de vastes recherches portant sur les institutions financières, les fusions et les acquisitions, et la régie d'entreprise. Il a publié de nombreux travaux de recherche. Il est co-rédacteur, en collaboration avec Michael Robinson, d'un ouvrage récent portant sur le marché des capitaux au Canada et, en collaboration avec Lucy Ackert, il a rédigé un document sur les cours des actions, les dividendes sur les actions ordinaires et les flux financiers aux actionnaires. Le Financial Services Research Centre, que dirige M. Smith, fut mis sur pied récemment en vue de promouvoir la recherche appliquée sur les institutions et les marchés financiers canadiens. Le principal parrain du Centre est le Mutual Group de Waterloo, en Ontario, l'une des plus importantes compagnies d'assurance au Canada.

David A. Stangeland est professeur adjoint de finances à la Faculté de gestion de l'Université du Manitoba; il y donne des cours de finances de l'entreprise à tous les cycles d'enseignement. Ses recherches sont axées sur le contrôle des entreprises, les droits des actionnaires et les fusions et les acquisitions. Le professeur Stangeland a publié des articles dans le *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, le *Business Quarterly* et la *Revue canadienne d'économique*. Avec la publication d'un article sur les instruments de prévention des prises de contrôle, il s'est mérité le Irwin Distinguished Paper Award attribué lors de la rencontre de 1995 de la Southwestern Finance Association. Le professeur Stangeland a obtenu un doctorat en finances de l'Université de l'Alberta et il est membre de l'American Finance Association, de la Financial Management Association et de la Southwestern Management Association.

Josée St-Pierre a obtenu un doctorat de l'Université Laval et elle est professeur de finances à l'Université du Québec à Trois-Rivières. Ses travaux de recherche portent à l'heure actuelle sur les mécanismes de régie d'entreprise, les problèmes relatifs aux premières émissions publiques, la gestion financière des PME et le financement de projets, tandis que ses champs d'intérêts en matière d'enseignement comprennent aussi la gestion de projet et la gestion des fonds de roulement. En 1990, M^me^ St-Pierre fut la première récipiendaire du prix commémoratif Harvey Rocke accordé à l'auteur de la meilleure thèse de doctorat traitant de l'investissement au Canada.

Michael J. Trebilcock est professeur de droit, directeur du programme de droit et d'économie, et directeur du programme d'affaires internationales et de droit commercial à l'École de droit de l'Université de Toronto. Son ouvrage, *The Common Law of Restraint of Trade* (1986), a reçu le prix Walter Owen décerné en 1988 pour le meilleur texte juridique publié en langue anglaise au Canada pendant les deux années précédentes. Le professeur Trebilcock a collaboré à la préparation de diverses études portant sur la politique canadienne de concurrence, l'entreprise publique au Canada, les sauvetages d'entreprise au Canada, la législation visant à décourager la publicité trompeuse et les pratiques commerciales déloyales, la réforme de la réglementation, les politiques d'adaptation aux nouvelles mesures commerciales et les lois sur les sanctions commerciales. Il a aussi agi à titre de témoin-expert ou de consultant auprès de cabinets d'avocats privés et du Bureau de la politique de concurrence dans de nombreux domaines touchant au droit de la concurrence.

Adrian Tschoegl enseigne actuellement la gestion multinationale à la Wharton School de l'Université de la Pennsylvanie. Il a publié plusieurs monographies et articles dans des revues scientifiques sur les sujets suivants : les services bancaires internationaux, les finances au Japon, les cours de l'or et les affaires et les échanges internationaux. Avant de se joindre à la Wharton School, M. Tschoegl était à l'emploi de la succursale de Tokyo d'une filiale de la Swiss Bank Corporation. À Tokyo, il était à l'emploi de la SBCI Securities (Asia) Ltd à titre de macro-économiste chargé de suivre l'évolution de l'économie japonaise et du marché des actions pour des clients de la SBCI au Royaume-Uni, en Europe, aux États-Unis et au Japon, et de l'économie suisse pour les clients de SBC au Japon. M. Tschoegl a obtenu un doctorat en affaires internationales de la Sloan School du MIT.

Ajit Tulpule est gestionnaire des applications financières au sein du Corporate Renaissance Group, à Ottawa. Membre de l'institut des comptables agrées de l'Inde, M. Tulpule est venu au Canada en 1990 et il est diplômé du programme de maîtrise en études de gestion de l'École d'administration des affaires de l'Université Carleton.

Michael S. Weisbach a obtenu un doctorat en économie du Massachusetts Institute of Technology et il est professeur agrégé au College of Business and Public Administration de l'Université de l'Arizona. Ses champs d'intérêts en matière de recherche et d'enseignement comprennent les finances de l'entreprise, l'économie des organisations et le contrôle et la régie des sociétés. Le professeur Weisbach a publié des études dans les domaines suivants : le roulement des chefs de la direction et les décisions d'investir de l'entreprise, la régie d'entreprise et les offres d'achat hositles, et les effets de la composition du conseil d'administration sur le rendement de l'entreprise (en collaboration avec B. E. Hermalin). Il poursuit actuellement des recherches sur la conception de systèmes de régie d'entreprise.

Bernard Yeung est professeur agrégé d'affaires internationales à la School of Business Administration de l'Université du Michigan et il est membre du corps professoral du Tax Policy Research Centre de la même université. Ses travaux de recherche sont axés sur l'économie de l'entreprise multinationale et les aspects empiriques du commerce international. Il a collaboré, entre autres avec Randall Morck, à la rédaction d'articles en économie et en gestion qui furent publiés dans plusieurs revues scientifiques. Le professeur Yeung a obtenu un MBA et un doctorat du Graduate School of Business de l'Université de Chicago.

CACC / CCAC
33784

INDUSTRIE CANADA ENTREPREND DES ÉTUDES MICRO-ÉCONOMIQUES sur une vaste gamme de sujets en vue de fournir un fondement analytique aux politiques et aux programmes du Ministère. Plusieurs de ces travaux sont effectués dans le cadre du Programme d'aide à l'édition d'Industrie Canada, qui comprend une collection de documents de recherche, des documents de travail, des documents hors-série et des documents de discussion, ainsi qu'un bulletin d'information trimestriel.

Les documents de recherche réunissent les travaux de plusieurs auteurs portant sur divers aspects d'une question micro-économique précise. Industrie Canada demande à des universitaires éminents d'agir en qualité de directeurs généraux de la rédaction; à ce titre, ils invitent des spécialistes dans leur domaine à préparer des exposés portant sur des questions précises. Les textes sont ensuite présentés et soumis à un examen par des spécialistes dans le cadre d'une conférence qui réunit des représentants du monde des affaires, des milieux juridique et universitaire, et d'organismes gouvernementaux. Les actes de la conférence sont publiés par la suite.

Les documents de travail et les documents hors-série traitent de sujets plus délimités et ils sont utilisés pour publier des travaux dans de nouveaux domaines de recherche. Les documents de discussion permettent au Ministère d'obtenir des données de base sur des questions de politique micro-économique d'importance stratégique. Tous les documents font l'objet d'un examen par des spécialistes de l'extérieur.

Les conclusions de tous ces importants travaux de recherche et d'analyse de politiques sont transmises directement à des organismes clés partout au Canada. Des résumés des principaux résultats de la recherche et de leurs répercussions en matière de politiques font l'objet d'une plus vaste diffusion par l'intermédiaire du bulletin d'information du Ministère, *Micro*.

LES DOCUMENTS DE RECHERCHE D'INDUSTRIE CANADA

- INVESTISSEMENT ÉTRANGER, TECHNOLOGIE ET CROISSANCE ÉCONOMIQUE
- LA MONDIALISATION DES SOCIÉTÉS PAR LE JEU DES FUSIONS ET ACQUISITIONS
- LES MULTINATIONALES EN AMÉRIQUE DU NORD
- LES MULTINATIONALES CANADIENNES
- LA PRISE DE DÉCISION DANS LES ENTREPRISES AU CANADA

LES DOCUMENTS DE RECHERCHE D'INDUSTRIE CANADA

Les documents de recherche d'Industrie Canada visent à fournir une tribune pour l'analyse des principaux enjeux micro-économiques auxquels l'économie canadienne est confrontée. Ces ouvrages sont aussi conçus en vue de contribuer au débat sur les politiques publiques appliquées dans ce domaine et, en définitive, de faciliter la formulation de politiques constructives dans un contexte économique en évolution rapide.

La prise de décision dans les entreprises au Canada

En cette époque de mondialisation et de progrès technologique rapide, les dépenses d'investissement, notamment dans les domaines de la technologie et de l'accumulation du capital humain, sont le principal déterminant du succès des entreprises et des économies nationales. Le rôle de la régie des sociétés et des stratégies des organismes d'affaires est primordial dans ce contexte parce qu'il s'agit d'éléments majeurs qui ont une incidence sur les décisions d'investir. Ainsi, les difficultés économiques qu'ont affrontées plusieurs grandes entreprises d'envergure mondiale au cours des années 80 et 90 mettent en relief l'importance de la prise de décision dans les entreprises pour assurer une gestion efficace des défis que posent le changement structurel et l'adaptation économique.

La question de la régie des sociétés est abordée dans le présent volume sous l'angle tant économique que juridique, en examinant les modalités de la prise de décision, le rôle des stimulants et des institutions et leurs rapports avec le processus de régie des sociétés, ainsi que leur incidence sur la performance économique du Canada.

Directeurs généraux de la publication

Ronald J. Daniels est doyen de la Faculté de droit de l'Université de Toronto. Il a publié de nombreux articles dans des revues scientifiques traitant de sujets aussi variés que le droit des sociétés et des valeurs mobilières, le fédéralisme et la réglementation des institutions financières, la privatisation en Europe de l'Est et la réforme du secteur public. Il a récemment présidé le groupe de travail sur la réglementation des valeurs mobilières en Ontario et a siégé au comité Dey, le comité de la Bourse de Toronto sur la régie des sociétés.

Randall Morck est professeur de finances et titulaire de la chaire Stephen A. Jarislowski à la Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta. Né en Alberta, il détient un baccalauréat en mathématiques appliquées et en économie de l'Université Yale, ainsi qu'un doctorat en économie de l'Université Harvard. Il a publié un grand nombre d'articles scientifiques qui portent sur la régie d'entreprise et le commerce international.

University of Calgary Press

ISBN 1-895176-77-8
ISSN 1188-0996