

**LA RÉGIE DES SOCIÉTÉS AU CANADA
ET LES CHOIX SUR LE PLAN
DES POLITIQUES**

*Document de discussion n° 3
Mars 1996*

*Par Ronald J. Daniels, Faculté de droit de l'Université de
Toronto,
et Randall Morck, Faculté d'administration des affaires
de l'Université de l'Alberta*

Also available in English

Ce document contient un résumé des conclusions du volume de recherche d'Industrie Canada portant sur la prise de décision dans les entreprises au Canada.

Les opinions exprimées dans ce document de discussion ne reflètent pas nécessairement celles d'Industrie Canada ou du gouvernement fédéral.

Vous trouverez, à la fin du présent ouvrage, des renseignements sur les documents publiés dans le cadre du *Programme des publications de recherche* et sur la façon d'en obtenir des exemplaires.

Prière d'adresser tout commentaire à :
Someshwar Rao, Directeur
Analyse des investissements stratégiques
Analyse de la politique micro-économique
Industrie Canada
5^e étage, tour ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

Téléphone : (613) 941-8187
Télécopieur : (613) 991-1261
Courrier électronique : rao.someshwar@ic.gc.ca

TABLE DES MATIÈRES

1. LES ROUAGES ÉCONOMIQUES FONDAMENTAUX DE LA MONDIALISATION	1
2. LA RÉGIE D'ENTREPRISE ET L'INTÉRÊT PUBLIC	5
Pourquoi se préoccuper de maximiser la valeur qui revient aux actionnaires ?	5
Les administrateurs sont les représentants des actionnaires	6
Actionnaires et intervenants: un compromis pratique	6
Myopie	7
Devoirs mandant-mandataire	8
Le rôle du droit	9
3. LES PROBLÈMES DE RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA	11
Les entreprises à propriété dispersée : l'argent des autres ?	11
Les entreprises à propriété concentrée : retranchement des initiés	12
Les entreprises ayant deux catégories d'actions: le pire des deux mondes ?	14
Les moyens de défense contre les prises de contrôle : protéger les actionnaires contre les tentations de la richesse	15
Les pilules empoisonnées	15
Plafonds imposés sur les droits de vote	16
Règles relatives aux prises de contrôle	16
Les entreprises ayant des liquidités excédentaires	17
Les conglomérats : un jeu de façade ?	17
Les multinationales : un jeu de passe-passe à l'échelon mondial ?	19
Les coopératives : l'argent des membres ?	20
Les sociétés d'État : l'argent des contribuables ?	20
Les autres entreprises à but non lucratif : l'argent des donateurs ?	21
4. MESURES QUI PERMETTRAIENT D'AMÉLIORER LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA	22
Participation des gestionnaires au capital-actions	22
Proposition n° 1	24
Nomination d'administrateurs externes au conseil	24
Proposition n° 2	25
Proposition n° 3	26
Taille du conseil d'administration	28
Proposition n° 4	28
Séparation des pouvoirs	29
Proposition n° 5	30
Rémunération du chef de la direction	30
Proposition n° 6	31

Responsabilité des administrateurs	32
Proposition n° 7	34
Proposition n° 8	35
Les actionnaires dominants	35
Proposition n° 9	37
Proposition n° 10	38
Proposition n° 11	39
Les investisseurs institutionnels	39
Proposition n° 12	43
Proposition n° 13	43
Proposition n° 14	44
Proposition n° 15	44
Proposition n° 16	46
Proposition n° 17	47
Le cas des entreprises complexes : les conglomérats et les multinationales dont les actions sont détenues dans le public	48
Proposition n° 18	48
Les dénonciateurs	49
Proposition n° 19	50
Prises de contrôle et cessions du contrôle à l'amiable	50
Proposition n° 20	51
Divulgaration	51
Proposition n° 21	52
Les banques et la régie d'entreprise	52
Proposition n° 22	52
Objectifs de la politique publique et régie d'entreprise	53
Proposition n° 23	53
Régie des organismes à but non lucratif	54
Proposition n° 24	54
Arbitrage	54
Proposition n° 25	55
5. PHILOSOPHIE D'INTERVENTION PUBLIQUE EN MATIÈRE DE RÉGIE D'ENTREPRISE	56
NOTES	58
BIBLIOGRAPHIE	60
PUBLICATIONS DE RECHERCHE D'INDUSTRIE CANADA	66

1. LES ROUAGES ÉCONOMIQUES FONDAMENTAUX DE LA MONDIALISATION

Nul n'a besoin d'une boule de cristal pour prédire qu'au cours de 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 ce document, 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.

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'efficacité 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'efficacité 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'oeuvre. 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 G-7 pour l'importance du commerce d'exportation dans l'ensemble de l'économie¹. 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 pays². 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. 100³.

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 1982⁴. 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'oeuvre 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 1952⁵. 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 défailtantes 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'Etat 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 observer⁶ :

[...] 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.

2. 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 syndicats 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 sociétés⁷.

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 collectivité qui en dépendent. Pour répéter, ces groupes sont les *intervenants* intéressés par l'entreprise⁸. 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 (1995) 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'actionnaires importants, 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 coeur, 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'économie, 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'Etat 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'Etat 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.

3. 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 (1994) 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 5 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 1 p. 100 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'égoïsme 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 (1995), 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 5 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 5 millions de dollars, soit 1 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 Canada⁹. 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 (1995) 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 capitalactions 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 (1995), 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 inévitables 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 inefficaces 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 étrangers¹⁰.

Les coopératives : l'argent des membres ?

Certains secteurs d'activité, ou 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 ?

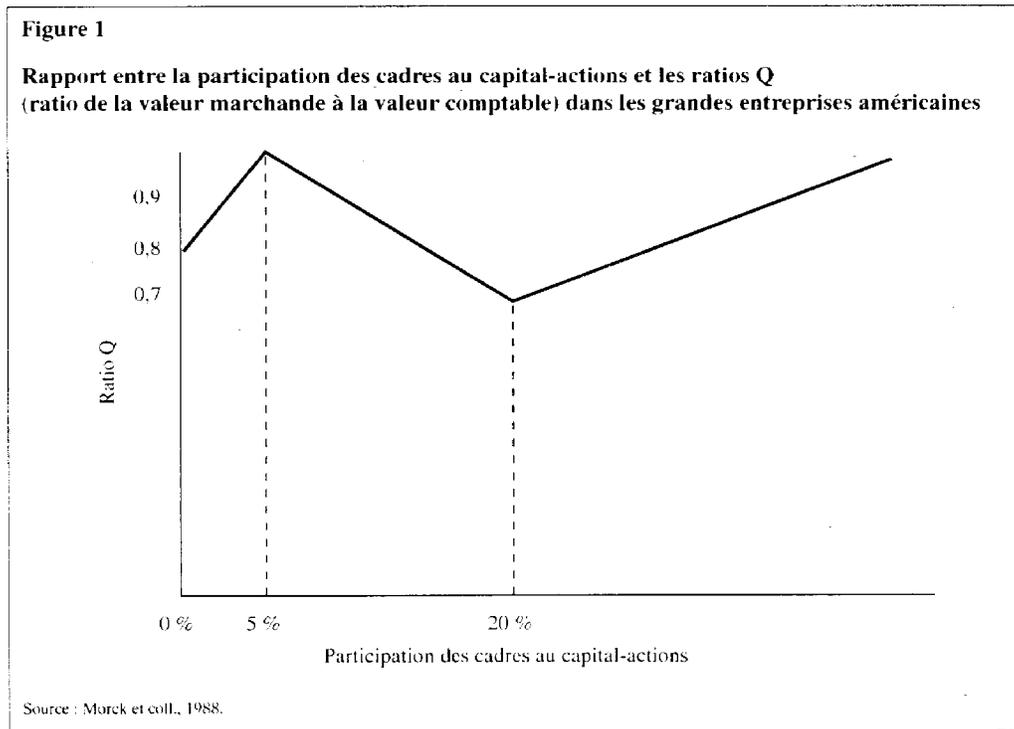
4. MESURES QUI PERMETTRAIENT D'AMÉLIORER LA RÉGIE D'ENTREPRISE AU CANADA

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.

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 (1995) 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 (1995) 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 (1995) 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 (1995) 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 (1995) 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, 1993a). 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 (1995) et de Rao et Lee-Sing (1995) 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 minimale, 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 (1995) 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'Etat 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 minimale 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 (1995) ni Gagnon et St-Pierre (1995) 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 (1995) 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 (1995) 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 n° 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 (1995).

Proposition n° 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 (1995) 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 rigoureuse¹¹.

Si la rémunération des administrateurs est liée au rendement de l'entreprise, on peut alors se demander si de bons administrateurs acceptent 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'une 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. A 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 accueillerait 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 (1995) 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 régler 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 (1995) 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 induite 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 (1995) 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 (1995), 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 (1995) soutiennent 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 dollars et que le prix de l'action chutait à 25 dollars, 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 dollars. 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 jeu¹² 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 (1995) 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 sûrs 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 excessive¹³.

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 administrateurs 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'administration 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 entreprises 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 (1995) 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 (1995) pour que les effets de ce genre soient pris en considération dans les évaluations faites aux fins de ces poursuites¹⁴.

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 (1995), 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 coeur 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 (1995) l'affirment, 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, 1993a, 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 (1995), 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 coeur 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-divulgaration 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 n° 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 n° 3, n° 7 et n° 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 n° 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 n° 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 n° 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 (1995) 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 (1995) fait un examen des caisses de retraite au Canada et il a conclu que le même phénomène se produira vraisemblablement ici. MacIntosh et Schwartz (1995) 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 (1995) 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 (1995), 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 conglomerats étaient perçus comme un moyen de permettre à une équipe de gestionnaires de haut calibre de diriger de nombreuses entreprises disparates. Les conglomerats 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 conglomerats 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, 1992a et 1992b) 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'épargneretraite (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 (1995), 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 coûteux¹⁵.

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'entreprise¹⁶. 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, 1993b; 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, nous 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 ? A 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 (1995) 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 n° 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 n° 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 tenter 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 assujéti une fois à l'approbation des actionnaires et divulgué clairement dans les prospectus liés à toute nouvelle émission de titres.

Nous n'entrevoions 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 dollars et de marteaux à 400 dollars 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 (1995), que l'on devrait offrir une prime aux dénonciateurs éventuels.

Proposition n° 19

- 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 actionnaires 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 efficaces et dynamiques, le prix des actions d'une entreprise comporte habituellement un escompte pour les participations minoritaires¹⁷.

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.

Divuligation

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. Ces auteurs (1995) 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 (1995) 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 (1995) 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 (1995) affirment qu'il s'agit là d'une solution inefficace 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 (1995) 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 (1995) 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 efficace 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 (1995) 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'Etat 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 pas 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.

5. 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'oeuvre 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 M. Porter, *Le Canada à la croisée des chemins : les nouvelles réalités concurrentielles*, Conseil canadien des chefs d'entreprises et Approvisionnement 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. (4^e) 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.

- 11 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.
- 12 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.
- 13 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.
- 14 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.
- 15 Pour un examen plus approfondi, voir MacIntosh (1993a).
- 16 Voir aussi MacIntosh (1993a).
- 17 Voir aussi MacIntosh (1993b).

BIBLIOGRAPHIE

- Allen, F., « Strategic Management and Financial Markets », *Strategic Management Journal*, vol. 14, 1993, p. 11-22.
- Amoako-Adu, B. et B. F. Smith, « Administrateurs financiers externes et régie des sociétés », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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.
- Barone-Adesi, G., « Commentaire sur la deuxième partie : La régie des sociétés canadiennes », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V., University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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.
- 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.
- Bricldey, 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 Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Devices », *Journal of Financial Economics*, vol. 9, n° 1, 1995, p. 3-44.

- Comment, R. et G. Schwert, « Poison or Placebo ? Evidence on the Deterrence 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.
- 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.
- Elitzur, R. et P. Halpern, « La rémunération des dirigeants et la valeur des entreprises », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Foerster, S., « L'activisme institutionnel des caisses de retraite du secteur public : Le modèle CalPERS appliqué au Canada », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Gagnon, J.-M. et M. Poitevin, « Les mécanismes de régie des sociétés et la composition du conseil d'administration », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Giammarino, R., « Les investissements à long terme dans la R-D au Canada », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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. E. et M. S. Weisbach, « Endogenously Chosen Boards of Directors and their Monitoring of the C.E.O. », document non publié, 1995.

- Hermalin, B. et M. Weisbach, « The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 4, 1991, p. 101-112.
- Hirshhorn, R., « La régie des organismes à but non lucratif », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Holderness, C. G., « Les actionnaires dominants et les conglomérats : Bon sens ou non-sens ?, Commentaire sur la troisième partie : Le conseil d'administration et au-delà », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Howse, R. et R. J. Daniels, « Récompenser les dénonciateurs : Les coûts et les avantages d'une stratégie d'observation fondée sur des stimulants », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Huson, M., « Commentaire sur la quatrième partie : Les investisseurs institutionnels », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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.
- Jog, V. et A. Tulpule, « Contrôle et rendement : Données tirées du TSE 300 », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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. W. Vishny, « The Impact of Institutional Trading on Stock Prices », *Journal of Financial Economics*, vol. 32, 1992a, p. 23.
- _____, « The Structure and Performance of the Money Management Industry », *Brookings Papers on Economic Activity - Microeconomics*, 1992b, 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.
- 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.
- MacIntosh, J. G., « The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets », *Osgoode Hall Law Journal*, vol. 31, 1993a, p. 2371.
- _____, « The Canadian Securities Administrators' Takeover Proposals: Old Wine in New Bottles », *Canadian Journal of Business Law*, vol. 22, 1993b, p. 231.
- MacIntosh, J. G. et L. P. Schwartz, « Les investisseurs institutionnels et les actionnaires dominants contribuent-ils à faire augmenter la valeur de l'entreprise ? », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- 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. et M. Nakamura, « Les banques et la régie d'entreprise au Canada », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- _____, « Banks and Corporate Control in Japan », manuscrit non publié, 1994.
- _____, « Internalization: An Event Study », *Journal of International Economics*, vol. 33, 1992, p. 41-56.
- 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.
- Nakamura, A., J. Cragg et K. Sayers, « La régie d'entreprise et l'éducation des travailleurs : Un autre point de vue », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Nesbitt, S. L., *Rewards from Corporate Governance*, California Public Employees Retirement System, 12 février 1992, p. 1-5.
- Pagano, M., F. Panetta et L. Zingales, « Why do Companies Go Public: An Empirical Analysis », document non publié, 1994.
- Patry, M. et M. Poitevin, « Pourquoi les investisseurs institutionnels ne sont pas de meilleurs actionnaires ? », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Rao, P. S. et C. R. Lee-Sing, « Les structures de régie, la prise décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Romano, R., « Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered », *Columbia Law Review*, vol. 4, 1993.
- 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.
- Stangeland, D., « Issues in Corporate Control and the Performance of the Corporation », thèse de doctorat, Université de l'Alberta, 1994.
- Stangeland, D. A., R. J. Daniels et R. Morck, « À plein régime : Une étude de cas du groupe Hees-Hedper », dans l'ouvrage préparé sous la direction de R. J. Daniels et R. Morck, *La prise de décision dans les entreprises au Canada*, Documents de recherche d'Industrie Canada, vol. V, University of Calgary Press, Ottawa, 1995.
- Tehrani, 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.

PUBLICATIONS DE RECHERCHE D'INDUSTRIE CANADA

COLLECTION DOCUMENTS DE TRAVAIL

- N° 1 **L'intégration économique de l'Amérique du Nord : les tendances de l'investissement étranger direct et les 1 000 entreprises les plus grandes, Industrie Canada**, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment John Knubley, Marc Legault et Someshwar Rao, 1994.
- N° 2 **Les multinationales canadiennes : analyse de leurs activités et résultats**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment Someshwar Rao, Marc Legault et Ashfaq Ahmad, 1994.
- N° 3 **Débordements transfrontaliers de R&D entre les industries du Canada et des États-Unis**, Jeffrey I. Bernstein, Université Carleton et National Bureau of Economic Research, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1994.
- N° 4 **L'impact économique des activités de fusion et d'acquisition sur les entreprises**, Gilles McDougall, Direction de l'analyse de la politique micro-économique, Industrie Canada, 1995.
- N° 5 **La transition de l'université au monde du travail : analyse du cheminement de diplômés récents**, Ross Finnie. École d'administration publique, Université Carleton et Statistique Canada, 1995.
- N° 6 **La mesure du coût d'observation lié aux dépenses fiscales : les stimulants à la recherche-développement**, Sally Gunz, Université de Waterloo, Alan Macnaughton, Université de Waterloo, et Karen Wensley, Ernst & Young, Toronto, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1996.
- N° 7 **Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des entreprises en Amérique du Nord**, P. Someshwar Rao et Clifton R. Lee-Sing, Industrie Canada, 1996.
- N° 8 **L'investissement étranger direct et l'intégration économique de la zone APEC**, Ash Ahmad, Someshwar Rao et Colleen Barnes, 1996.

COLLECTION DOCUMENTS DE DISCUSSION

- N° 1 **Les multinationales comme agents du changement : définition d'une nouvelle politique canadienne d'investissement étranger direct**, Lorraine Eden, Université Carleton, 1994.

- N° 2 **Le changement technologique et les institutions économiques internationales**, Sylvia Ostry, Centre for International Studies, Université de Toronto, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 3 **La régie des sociétés au Canada et les choix sur le plan des politiques**, Ronald J. Daniels, Faculté de droit de l'Université de Toronto, et Randall Morck, Faculté d'administration des affaires de l'Université de l'Alberta, 1996.

COLLECTION DOCUMENTS HORS SÉRIE

- N° 1 **Obstacles officiels et officieux à l'investissement dans les pays du G-7 : analyse par pays**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment Ashfaq Ahmad, Colleen Barnes, John Knublely, Rosemary D. MacDonald et Christopher Wilkie, 1994.
- Obstacles officiels et officieux à l'investissement dans les pays du G-7 : résumé et conclusions**, Industrie Canada, personnel de la Direction de l'analyse de la politique micro-économique, notamment Ashfaq Ahmad, Colleen Barnes et John Knublely, 1994.
- N° 2 **Les initiatives d'expansion commerciale dans les filiales de multinationales au Canada**, Julian Birkinshaw, Université Western Ontario, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 3 **Le rôle des consortiums de R-D dans le développement de la technologie**, Vinod Kumar, Research Centre for Technology Management, Université Carleton, et Sunder Magun, Centre de droit et de politique commerciale, Université d'Ottawa et Université Carleton, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 4 **Écarts hommes/femmes dans les programmes universitaires**, Sid Gilbert, Université de Guelph, et Alan Pomfret, King's College, Université Western Ontario, 1995.
- N° 5 **La compétitivité : notions et mesures**, Donald G. McFetridge, Département d'économique, Université Carleton, 1995.
- N° 6 **Aspects institutionnels des stimulants fiscaux à la R-D : le crédit d'impôt à la RS-DE**, G. Bruce Doern, École d'administration publique, Université Carleton, 1995.
- N° 7 **La politique de concurrence en tant que dimension de la politique économique : une analyse comparative**, Robert D. Anderson et S. Dev Khosla, Direction de l'économique et des affaires internationales, Bureau de la politique de concurrence, Industrie Canada, 1995.

- N° 8 **Mécanismes et pratiques d'évaluation des répercussions sociales et culturelles des sciences et de la technologie**, Liora Salter, Osgoode Hall Law School, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 9 **Sciences et technologie : perspectives sur les politiques publiques**, Donald G. McFetridge. Département d'économique, Université Carleton, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 10 **Innovation endogène et croissance conséquences du point de vue canadien**, Pierre Fortin et Elhanan Helpman, Université du Québec à Montréal et Institut canadien de recherches avancées, et Université de Tel-Aviv et Institut canadien de recherches avancées, respectivement, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 11 **Les rapports université-industrie en sciences et technologie**, Jérôme Doutriaux et Margaret Barker, Université d'Ottawa, et Meg Barker Consulting. dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 12 **Technologie et économie examen de certaines relations critiques**, Michael Gibbons, Université Sussex, dans le cadre d'un contrat avec Industrie Canada, 1995.
- N° 13 **Le perfectionnement des compétences des cadres au Canada**, Keith Newton, Industrie Canada, 1995.

PUBLICATIONS CONJOINTES

Capital Budgeting in the Public Sector, en collaboration avec l'Institut John Deutsch, sous la direction de Jack Mintz et Ross S. Preston, 1994.

Infrastructure and Competitiveness, en collaboration avec l'Institut John Deutsch, sous la direction de Jack Mintz et Ross S. Preston, 1994.

Getting the Green Light: Environmental Regulation and Investment in Canada, en collaboration avec l'Institut C. D. Howe, sous la direction de Jamie Benidickson, G. Bruce Doern et Nancy Olewiler, 1994.

Pour obtenir des exemplaires de l'un ou de l'autre des documents publiés dans le cadre du *Programme des publications de recherche*, veuillez communiquer avec le

Responsable des publications
Analyse de la politique micro-économique
Industrie Canada
5e étage, tour ouest
235, rue Queen
Ottawa (Ontario) K1A 0H5

N° de téléphone : (613) 952-5704
N° de télécopieur : (613) 991-1261
Courrier électronique : fumerton.cheryl@ic.gc.ca