

C.D. Howe Institute

Commentaire

www.cdhowe.org

N^o. 189, novembre 2003

ISSN 0824-8001

Modifier la nature de la gouverne pour créer de la valeur

Yvan Allaire et
Mihaela Firsirotu

Dans ce numéro...

Bien des suggestions faites à l'heure actuelle sur les moyens d'améliorer la gouverne d'entreprise pourraient laisser à désirer et s'avérer même improductives. La gouverne de création de valeur propose une approche plus intéressante.

Survol de l'étude

Le présent *Commentaire* décrit trois méthodes de gouverne d'entreprise :

- la gouverne fiduciaire
- la gouverne des droits des actionnaires
- la gouverne de création de valeur

Après une période marquée par un relâchement général des normes de gouverne, un resserrement du rôle fiduciaire et de surveillance qui incombe aux conseils d'administration comporte des avantages intrinsèques indéniables. Cependant, l'ensemble des mesures fiduciaires qui définissent la nouvelle orthodoxie de gouverne :

- ne correspond pas au rendement de l'entreprise — telle est la conclusion de plusieurs études. Notre propre étude de la relation entre l'indice de gouverne et le rendement dans un contexte canadien parvient à la même conclusion : les quelques études maintes fois citées qui établissent une relation quelconque sont passées en revue dans le présent document;
- n'offre pas une assurance à sûreté intégrée contre les méfaits de la direction. Au dire de tous, six mois avant leur mise en faillite, les sociétés Enron et Worldcom montraient les caractéristiques visibles et faciles à surveiller de gouverne efficace. Les nouvelles règles de gouverne visent à éliminer les échappatoires et à corriger les imperfections. Cependant, au-delà d'un point donné, l'adoption de règles fiduciaires encore plus rigoureuses pourrait bien nuire à la gestion efficace des entreprises;
- donne comme clé de la gouverne efficace l'« indépendance » des administrateurs, cette pierre philosophale de la gouverne efficace; or, la recherche empirique solide parvient à une conclusion différente sur la composition d'un conseil d'administration efficace;
- ne remédie pas à la lacune fondamentale de la gouverne d'entreprise : le problème d'agence, soit l'asymétrie fondamentale en matière d'expertise, de connaissances, d'information et d'intérêts qui existe entre les administrateurs, d'une part, et la direction de l'entreprise, de l'autre.

Les auteurs proposent une méthode qu'ils appellent la « gouverne de création de valeur » et qui repose sur quatre ensembles de critères, ou « quatre piliers » de gouverne :

- la légitimité et la crédibilité des administrateurs,
- le processus et le dialogue stratégiques,
- la qualité des renseignements financiers et stratégiques,
- le système de rémunération et d'incitatifs.

Les auteurs de ce *Commentaire*

Yvan Allaire est professeur émérite de stratégie à l'École de gestion de l'Université du Québec à Montréal. Il est titulaire d'un doctorat de la Sloan School of Management (MIT).

Mihaela Firsirotu est professeure de gestion transnationale, titulaire de la chaire J. Armand Bombardier, à l'Université du Québec à Montréal. Elle est titulaire d'un doctorat en politique de l'entreprise de l'Université McGill à Montréal.

* * * * *

Les *Commentaires de l'Institut C.D. Howe*© offrent une analyse périodique et un commentaire sur des questions de politique publique qui font l'actualité. Le document a été révisé par Barry Norris et la préparation de la copie aux fins de publication a été faite par Wendy Longsworth. Comme pour toute publication de l'Institut, les opinions exprimées dans ce texte n'engagent que les auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles des membres de l'Institut ou de son conseil d'administration. Les citations sont permises à condition d'en mentionner la source.

Les personnes qui souhaitent commander cette publication sont priées de s'adresser aux Éditions Renouf ltée, 5369, chemin Canotek, unité 1, Ottawa K1J 9J3 (tél. : 613-745-2665; téléc. : 613 745-7660; courriel : order.dept@renoufbooks.com), ou à l'Institut C.D. Howe, 125, rue Adelaide Est, Toronto M5C 1L7 (tél. : 416-865-1904; téléc. : 416 865-1866; courriel : cdhowe@cdhowe.org).

Il est particulièrement malencontreux que la relation entre la gouverne d'entreprise « efficace » et le rendement se soit avérée si évasive. Vu les nombreux facteurs qui influent sur le rendement d'une entreprise, il est manifestement difficile d'isoler statistiquement le rôle et la contribution de la gouverne. Compte tenu de ces difficultés, que signifie véritablement la gouverne « efficace » et de quelle manière celle-ci contribue-t-elle au rendement boursier des sociétés cotées ?

Nous nous efforcerons de répondre à ces deux questions des manières suivantes :

- en mettant en contraste trois formes différentes de gouverne d'entreprise : la *gouverne fiduciaire*, la gouverne des *droits des actionnaires*, et ce que nous nommons la gouverne de *création de valeur*;
- en passant en revue les études antérieures sur la relation entre la gouverne et le rendement;
- en rendant compte des résultats de notre étude dans le contexte canadien;
- en proposant un cadre de travail pour une *méthode de gouverne d'entreprise créatrice de valeur*.

L'enjeu fondamental qui empoisonne la gouverne d'entreprise, depuis que la propriété s'est dissociée de la direction est celui du problème « d'agence », qui peut être résumé comme suit : comment un responsable (soit le conseil d'administration à titre d'agent des actionnaires) veille-t-il à ce que l'agent (la direction) serve totalement les intérêts du responsable, compte tenu du fait que l'agent possède davantage de renseignements sur son propre rendement, a une meilleure connaissance des tâches à effectuer, contrôle le flux de l'information communiquée au responsable, et pourrait bien avoir des intérêts qui s'opposent à ceux du responsable ?

En peu de mots, nous sommes d'avis que la gouverne d'ordre *fiduciaire*, dont on a vanté les mérites au cours des dernières années, ne remédie pas au problème d'agence.

Une autre façon de cerner le problème d'agence est de s'appuyer sur l'efficacité des marchés boursiers, et plus particulièrement du marché de la prise de contrôle d'entreprises. On soutient que des activités de prise de contrôle sans entrave veilleraient à l'élimination rapide des directions au rendement inférieur et des conseils incompetents. Cependant, cette méthode de gouverne, que nous qualifions ici de *droits des actionnaires*, soulève des problèmes épineux de politique dans le contexte canadien et exige de surcroît une foi inébranlable dans l'efficacité des marchés.

Nous proposons plutôt une méthode de gouverne que nous nommons ici *créatrice de valeur*, et qui vise systématiquement à confronter les enjeux fondamentaux dérivés de l'avantage que possède la direction en matière d'information et de connaissances spécialisées par rapport aux administrateurs,

ainsi que les intérêts contradictoires de la direction et des administrateurs (à titre de représentants des actionnaires).

Les limites de la gouverne fiduciaire

Au cours des 10 dernières années, et attisés encore plus particulièrement par les fiascos et scandales d'entreprise survenus en 2001 et en 2002, les préceptes ordinaires de gouverne « efficace » ont façonné une nouvelle position en matière de gouverne. Les principes clés de la gouverne de type *fiduciaire* sont les suivants :

- Le conseil doit compter une majorité d'administrateurs indépendants et les normes d'indépendance sont définies avec plus de précision;
- les fonctions de président du conseil et de chef de la direction doivent être distinctes ou bien, en dernier recours, il faut créer un poste d'administrateur en chef;
- les membres des comités d'administration doivent être choisis exclusivement parmi les administrateurs indépendants;
- le chef de la direction et le directeur financier doivent officiellement signer tous les états financiers de la société et répondre de l'exactitude, à tous égards importants, de la situation financière de la société;
- le conseil d'administration doit garder un œil vigilant sur la rémunération des vérificateurs et des cadres dirigeants, particulièrement en ce qui concerne les options de souscription d'actions.

Au nombre des autres dispositions restrictives figurent habituellement des réunions à intervalles réguliers où sont conviés seulement les administrateurs indépendants, une évaluation formelle du rendement des administrateurs et l'obligation par les administrateurs et les cadres supérieurs de détenir des actions.

Ce type de gouverne est qualifié de « fiduciaire », car il vise à ce que les administrateurs s'acquittent intégralement de leur « devoir judiciaire de prudence ». Il cherche à améliorer les droits des actionnaires, à les protéger contre un comportement égocentrique de la part de la direction et à servir en quelque sorte de police d'assurance contre l'incompétence et l'inconduite des gestionnaires.

Ce dernier point prête à controverse. En fait, bien que personne ne remette en question le fait que les sociétés Enron, Worldcom et autres avaient des lacunes en matière de gouverne, il ne va pas de soi qu'une obéissance rigoureuse aux nouvelles règles de gouverne fiduciaire aurait pu empêcher ces fiascos de se produire. En fait, il a déjà été souligné (Allaire et Firsirotu, 2002; Sonnenfeld, 2002) que ces entreprises suivaient la plupart des préceptes formels de gouverne fiduciaire efficace.

Richard C. Breeden lui-même, examinateur de Worldcom nommé d'office et faisant autorité, indique dans son dernier rapport :

En dépit de son impuissance ou de son refus à contrôler Ebbers, WorldCom semblait répondre à la plupart des normes de gouverne de l'heure. En fait, WorldCom dépassait même dans plusieurs domaines les normes acceptées de « pratiques exemplaires » de la gouverne d'entreprise, même s'il y avait bien peu

d'aspects de sa gouverne qui étaient, en réalité, « efficaces ». Ceci illustre bien que la gouverne efficace ne s'obtient pas en suivant simplement une « liste de contrôle » des « pratiques exemplaires » recommandées. (2003, p. 30.)

Il va sans dire que de donner aux actionnaires les avantages de la représentation par des gens déterminés et dévoués qui n'ont d'autre intérêt que celui des actionnaires, constitue en soi un objectif souhaitable. Au cours des dernières années, les pressions exercées par le public, les institutions et l'appareil judiciaire ont rendu les conseils d'administration plus réceptifs, plus proactifs et plus vigilants qu'ils ne l'étaient il y a quelques années de cela, et elles ont donné beaucoup de substance aux formalités de la gouverne.

Mais bien que la gouverne fiduciaire comporte certains avantages, il est extrêmement difficile d'établir un lien causal et statistiquement valable entre la gouverne et le rendement d'entreprise. La gouverne d'entreprise dépend de bien des facteurs, ainsi que des bonnes et mauvaises décisions et actions des dirigeants, qui auront des répercussions différées sur le rendement de l'entreprise. Tout ceci n'a cependant pas dissuadé les théoriciens de chercher à établir ce lien insaisissable avec une ténacité redoutable. Ayant passé en revue un grand nombre d'études, Patterson arrive à la conclusion que les corrélations significatives entre le rendement et la gouverne sont peu fréquentes et que, de toutes façons, « même lorsqu'on trouve une *corrélacion*, il est difficile d'en prouver la causalité dans ce type d'études statistiques » (2000, p. 5). Dans un autre exemple, Dalton *et al.* (1998) passe en revue 54 études sur la composition des conseils et le rendement financier, et n'établit pratiquement aucune corrélation entre les deux.

Dans un vaste répertoire d'ouvrages exprimant des opinions généralement prudentes de résultats négatifs ou non significatifs, trois études sont cependant fréquemment citées à l'appui d'une preuve de relation entre la gouverne « efficace » et le rendement : celles de Millstein et MacAvoy (1998), les sondages McKinsey (Coombes et Watson, 2000, McKinsey & Company, 2002), et celle de Gompers, Ishii et Metrick (2003).

Millstein et MacAvoy (1998)

Dans une étude fondée sur les notes de gouverne attribuées aux 300 principales entreprises américaines par le California Public Employees' Retirement System (CalPERS, 1998), Millstein et MacAvoy (1998) établissent qu'au cours des années allant de 1991 à 1995, les entreprises qui ont reçu une note élevée avaient un rendement du capital qui était supérieur de 7,3 % à celui des entreprises qui avaient obtenu une note moyenne.

CalPERS avait demandé au conseil d'administration de chacune de ces 300 entreprises de comparer leur processus de gouverne à celui de la société General Motors, qui venait juste, à l'époque, de publier 24 directives de gouverne. Ces notes représentaient l'évaluation par les conseils de leur propre conformité aux directives de GM, ou de leur intention de passer en revue leur structure de gouverne. Toute société qui ne répondait pas au sondage de CalPERS se voyait attribuer un « F ». Ce que Millstein et MacAvoy ont établi n'était pas vraiment un lien entre la gouverne « efficace » et le rendement, mais le fait que les entreprises

Tableau 1: Sondages McKinsey sur la disposition à verser une prime pour une entreprise gouvernée efficacement

Imaginons que vous envisagez d'investir dans les entreprises suivantes, A et B, établies toutes deux dans le même pays. Leur rendement antérieur est pratiquement identique et leur potentiel semble similaire. Cependant, elles ont des pratiques de gouverne du conseil différentes. L'entreprise B a instauré des pratiques de gouverne du conseil « efficaces ».

Société A : gouverne « médiocre »	Société B : gouverne « efficace »
<ul style="list-style-type: none"> • Les administrateurs externes sont minoritaires • Les administrateurs externes ont des liens financiers avec la direction • Les administrateurs possèdent peu ou pas d'actions • Les administrateurs ne sont rémunérés qu'en espèces • Il n'y a aucun processus formel d'évaluation des administrateurs • La société est très insensible aux demandes d'information des investisseurs sur les questions de gouverne 	<ul style="list-style-type: none"> • Les administrateurs externes sont majoritaires • Les administrateurs externes sont véritablement indépendants, sans lien avec la direction • Les administrateurs sont des actionnaires importants • Une part importante de la rémunération des administrateurs est liée aux actions • Il existe un processus formel d'évaluation des administrateurs • La société est très attentive aux demandes d'information des investisseurs sur les questions de gouverne
<p>Questions :</p> <ul style="list-style-type: none"> • « Dans les pays à l'égard desquels vous êtes le principal décisionnaire, seriez-vous prêt à payer davantage pour les actions de la société B que pour celles de la société A ? » • « Si la réponse est affirmative, quel est le pourcentage de prime que vous estimez être prêt à payer pour les actions de la société B ? » 	

Source : McKinsey & Company, 2002.

dont le rendement est bon ont de plus fortes chances de répondre rapidement et de manière positive à un sondage mené par un important investisseur institutionnel au sujet de leurs pratiques et de leurs intentions en matière de gouverne.

Tout en reconnaissant que leurs résultats montrent, tout au plus, une association entre le rendement d'une entreprise et une *autoévaluation* des pratiques de gouverne, Millstein et MacAvoy estiment que « l'écart en termes de gains monétaires réalisés pour les investisseurs par une société "A +" par rapport à une société "C" est de 6,359 milliards de dollars sur une période de cinq ans ». Une telle conclusion héroïque devrait être accueillie avec beaucoup de scepticisme, particulièrement à la lumière d'études mieux conçues qui n'ont pas réussi à établir un tel lien.

De plus, les auteurs n'expliquent pas certains résultats contradictoires. Ainsi, leur hypothèse selon laquelle les sociétés ayant une note élevée ont un rendement supérieur du capital investi repose sur une seule analyse de régression multiple qui donne des montants estimatifs de l'écart entre une société A+ et une société C. Cependant, un examen plus étroit des résultats montre aussi qu'une société dont la note est B ou même F serait associée à un meilleur rendement économique qu'une société dont la note est A, c'est-à-dire que le coefficient de régression est meilleur pour une note F et B qu'il ne l'est pour une note A.

Les sondages McKinsey

En 2000 et de nouveau en 2002, McKinsey & Company a mené un « sondage d'opinion des investisseurs mondiaux ». À partir des réponses données par plus de

200 investisseurs institutionnels aux quatre coins du monde, les auteurs sont arrivés à la conclusion que les investisseurs sont prêts à verser une prime importante pour les entreprises qui sont gouvernées efficacement. Le sondage mené en 2000 (Coombes et Watson, 2000) indique que les investisseurs seraient prêts à verser une prime de 18 % pour les entreprises « américaines et britanniques », et de 12 à 14 % pour les entreprises « nord-américaines », selon le sondage mené en 2002 (McKinsey & Company, 2002). Cette prime est plus élevée dans d'autres coins du monde; ainsi, elle dépasserait 30 % pour les entreprises d'Europe de l'Est et d'Afrique, d'après le sondage de 2002.

Le tableau 1 illustre les questions posées dans les sondages McKinsey. Ces questions semblent être un peu « biaisées » et manquer de subtilité. Ainsi, la combinaison d'une « minorité d'administrateurs externes » et « d'administrateurs qui possèdent peu ou pas d'actions » se produit rarement en réalité. De toute manière, la prime maintes fois citée pour « les entreprises gouvernées efficacement » dans les études McKinsey doit être remise en contexte. Elle traite d'une situation très particulière, quelque peu artificielle, où un investisseur doit faire un choix absolu entre les entreprises « A » et « B », telles qu'elles sont décrites au tableau 1.

D'après les résultats des deux sondages McKinsey, nous pouvons conclure ce qui suit :

- Dans un contexte où règnent l'abus et des normes de gouverne médiocres, les investisseurs rechercheront une gouverne fiduciaire efficace et récompenseront celle-ci. Cependant, la gouverne fiduciaire est marquée par un rendement décroissant. Une étude menée par la Banque mondiale sur les pratiques de gouverne des régimes de retraite universels dans le monde entier établit que « la relation fonctionnelle (entre la gouverne et le rendement) est hautement non linéaire, marquée par un rendement marginal rapidement décroissant (mais positif) des niveaux de gouverne ». (Impavido, 2002, p. 3)
- Dans les pays développés comme le Royaume-Uni, les États-Unis et le Canada, une fois que des règles fondamentales de gouverne fiduciaire ont été établies, les avantages véritables découlent, comme l'expriment Coombes et Watson (2000), de « l'identification de moyens novateurs de rehausser encore davantage les normes de gouverne », ce qui représente essentiellement le thème du présent document.
- Il reste à prouver formellement l'hypothèse selon laquelle les marchés des capitaux des économies développées donneront une valeur ajoutée aux pratiques de gouverne fiduciaire efficace, quel que soit le rendement économique d'une entreprise.

Gompers, Ishii et Metrick (2003)

Une troisième étude largement citée montrant que la gouverne « efficace » produit un meilleur rendement pour les actionnaires est celle de Gompers, Ishii et Metrick (2003). Dans leur étude, par contre, la gouverne « efficace » a bien peu à voir avec la gouverne fiduciaire. En fait, le concept de gouverne, selon Gompers, Ishii et Metrick, porte sur ce que nous et d'autres avons nommé la « gouverne des droits

des actionnaires ». Dans un tel cas, une entreprise est « gouvernée » efficacement s'il n'existe aucune entrave à sa prise de contrôle par une entreprise concurrente admissible, c'est-à-dire que l'entreprise n'a pas adopté de mesures anti-OPA ou bien, lorsqu'elle est établie dans un des États qui limitent les OPA, elle a choisi de ne pas profiter de la protection offerte contre les offres publiques d'achat.

Selon Gompers, Ishii et Metrick, les conditions suivantes trahissent une mauvaise gouverne (lire l'annexe pour une brève description de ces mesures) :

- des mesures anti-chantage à l'OPA,
- des actions privilégiées carte-blanche,
- des lois sur le regroupement d'entreprises,
- des règlements sur les « parties intéressées »,
- un conseil d'administration aux mandats échelonnés ou renouvelable par tranches,
- des dispositions relatives aux « pilules empoisonnées » ou aux « droits des actionnaires »,
- des parachutes dorés,
- des clauses de majorité qualifiée et des règlements sur l'acquisition « d'actions dominantes »,
- des actions avec droit de vote inégal ou à catégorie double.

En fait, aux États-Unis, l'opinion générale appuie de manière empirique que de telles mesures ont des répercussions négatives sur la fortune des actionnaires (voir entre autres Subramanian, 2002).

Gompers, Ishii et Metrick mènent une étude passablement approfondie de la relation entre le rendement (tel qu'il est mesuré par le ratio de Tobin, soit essentiellement le rapport entre la valeur au marché de l'entreprise et sa valeur comptable) et un « indice de gouverne » (soit l'absence ou la présence d'entraves aux offres publiques d'achat) chez quelque 1 500 sociétés américaines, de septembre 1990 à décembre 1999. Plus la note d'indice de gouverne d'une entreprise est basse, plus la gouverne est efficace, puisqu'elle indique la facilité relative avec laquelle l'entreprise pourrait être acquise lors d'une OPA hostile.

Les auteurs classent ensuite la tranche supérieure de 10 % des entreprises dans la catégorie des « dictatures » et la tranche inférieure de 10 % dans la catégorie des « démocraties ». En 1990, les 10 dictatures les plus importantes, en termes de leur capitalisation boursière, étaient les suivantes : GTE, Waste Management, General Re, Limited Inc., NCR, K Mart, United Telecommunications, Time Warner, Rorer et Woolworth. Les 10 démocraties les plus importantes étaient : IBM, Wal-Mart, Du Pont de Nemours, Pepsico, American International Group, Southern Company, Hewlett Packard, Berkshire Hathaway, Commonwealth Edison et Texas Utilities.

Gompers, Ishii et Metrick ont ensuite constitué et géré un portefeuille artificiel d'actions qui englobe les actions de quelque 150 entreprises (pondérées en fonction de leur capitalisation boursière) de la tranche inférieure de 10 % de leur indice de gouverne (sans oublier que plus l'indice est bas, meilleure est la gouverne). Leur stratégie d'investissement fait appel à une vente à découvert des actions de toutes les entreprises figurant dans la tranche supérieure de 10 % de leur indice de gouverne (c'est-à-dire, une vente immédiate des actions qui ont été empruntées

dans l'espoir de les remplacer, à une date ultérieure, par des actions achetées à un prix bien inférieur).

Les auteurs affirment qu'une telle stratégie d'investissement qui aurait été adoptée tout au long des années 90 aurait produit un rendement annuel « anormal » de 8,5 %¹, un indice très publié qui prend des allures de chiffre-clé dans les exposés sur la façon dont une gouverne « efficace » améliore le rendement.

Cependant, la « gouverne » dans la recherche en question a bien peu à voir avec les diverses mesures données par les préceptes habituels fiduciaires de gouverne « efficace ». Ce que Gompers, Ishii et Metrick (2003) ont montré, avec les réserves de mise, est qu'une relation existe entre le rendement et la mesure dans laquelle une entreprise est sujette à une prise de contrôle aisée et sans entrave, et la mesure dans laquelle elle fonctionne comme une « démocratie d'actionnaires » plutôt que comme une « dictature de gestionnaires ».

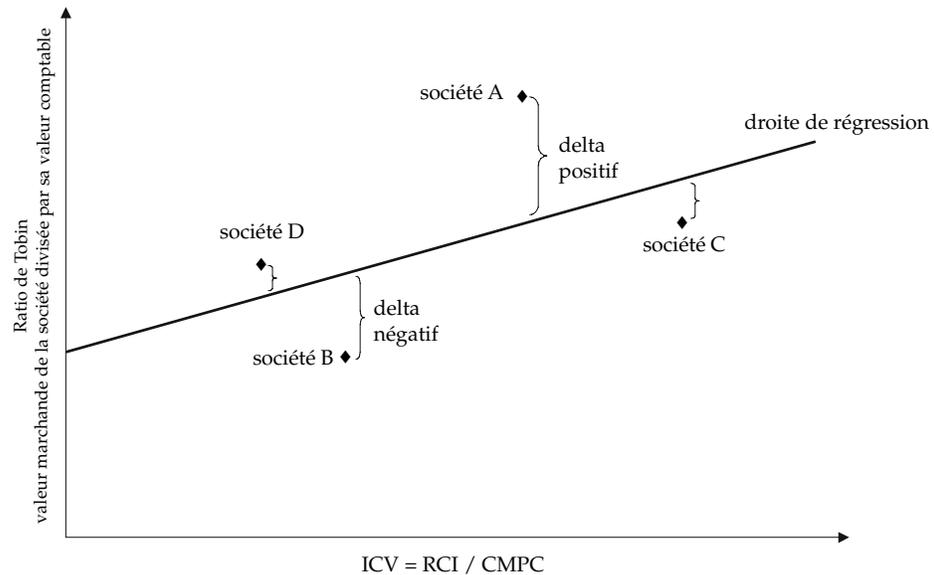
La gouverne fiduciaire et le rendement des entreprises canadiennes

Pour évaluer la relation entre la gouverne fiduciaire et le rendement dans un contexte canadien, nous avons eu recours aux cotes de gouverne du « Report on Business » (ROB) du quotidien *Globe and Mail*, publié le 7 octobre 2002. Pour ce faire, nous devons partir du principe que les notes du sondage du quotidien correspondaient à des pratiques « efficaces » de gouverne fiduciaire. En fait, ce rapport a réuni aussi bien que les autres, sinon mieux, les principales suggestions et prescriptions de gouverne fiduciaire « efficace » en un indicateur de notation.

L'échelle du rapport réunit quatre éléments :

- la composition du conseil d'administration (en termes, par exemple, de l'indépendance des membres du conseil et des membres des comités), qui vaut jusqu'à 40 points sur un total de 100;
- les questions de possession d'actions et de rémunération (en ce qui a trait, par exemple, à l'actionnariat des membres du conseil et du chef de la direction), qui valent jusqu'à 23 points;
- les questions de droits des actionnaires (en termes, par exemple, de l'existence d'un conseil d'administration renouvelable par tranches, de l'effet de dilution des options d'achat et des catégories multiples d'actions), qui valent jusqu'à 22 points;
- les facteurs de divulgation (en termes, par exemple, des directives de gouverne, des renseignements sur le rapprochement des administrateurs, de la fréquence des réunions), qui valent jusqu'à 15 points.

1 Il n'est pas expliqué clairement si les auteurs ont redressé ce rendement " anormal " pour tenir compte des frais de transaction et des risques élevés qu'une telle stratégie d'investissement comporterait.

Schéma 1 : La mesure du « delta »

Méthodologie

Le rapport évalue la gouverne des 270 entreprises canadiennes qui font la liste de l'indice de Standard & Poor's et de la bourse de Toronto (indice S&P/TSX), et produit des notes variant de 36 à 96 (sur 100). Pour accroître la probabilité de saisir les relations significatives, nous avons cependant éliminé de la base de données les entreprises dont la capitalisation boursière était inférieure à 300 millions de dollars (au 24 février 2003), puisque leurs pratiques de gouverne et leur rendement varient si considérablement qu'elles produisent des résultats non significatifs. Notre échantillon d'entreprises réunissait donc 177 des plus grandes entreprises canadiennes, représentant 14 secteurs industriels.

Pour chaque entreprise, nous avons calculé des notes de rendement économique et de rendement boursier, à l'aide de mesures qui ont été fréquemment utilisées dans d'autres études sur la relation entre la gouverne et le rendement (voir le tableau 1)². Les mesures de rendement économique fondées sur les derniers renseignements financiers disponibles en avril 2003 étaient les suivantes :

- le taux de croissance composé du chiffre d'affaires annuel des cinq dernières années (CCCA);
- le rendement du capital investi des 12 derniers mois de l'entreprise (RCI);
- un indice de création de valeur (ICV), défini comme étant le RCI de l'entreprise, divisé par le coût moyen pondéré du capital (CMPC);
- la mesure de la valeur économique ajoutée (VEA), selon la formule suivante : (RCI moins CMPC) multiplié par le capital investi. Cette VEA a ensuite été exprimée en tant que pourcentage du capital investi au début de la période de 12 mois (VEA en %).

² Pour une description détaillée de ces mesures, voir Allaire et Firsirotu (2003).

Voici les mesures du rendement de marché :

- le ratio de Tobin (ou son approximation commune), défini comme étant la valeur au marché des capitaux propres de l'entreprise (au 24 février 2003), plus ses dettes à long terme, divisé par la valeur comptable de ses capitaux propres plus ses dettes à long terme;
- la VAM en %, qui est la valeur ajoutée marchande de l'entreprise sur quatre ans, exprimée en tant que coefficient de la valeur marchande d'il y a quatre ans, exprimée en taux de croissance annuel composé;
- une variable nommée « delta » et qui est décrite ci-après. Pour tester l'hypothèse selon laquelle les investisseurs seraient prêts à verser une prime pour une gouverne fiduciaire « efficace » (et en partant du principe que les investisseurs estiment qu'une note élevée du ROB est une indication de gouverne efficace), nous avons calculé la ligne de régression entre le ratio de Tobin et l'ICV, pour chacun des 14 secteurs industriels. La notion est simple : la gouverne « efficace » n'a peut-être aucune répercussion sur les mesures de rendement interne comme l'ICV (soit le RCI divisé par le CMPC), mais pour tout niveau donné d'ICV, le marché (tel qu'il est mesuré par le ratio de Tobin) pourra verser une prime à toute entreprise bien gouvernée; par conséquent, les écarts ou « deltas » de la ligne droite de régression entre l'ICV et le ratio devraient saisir cette relation. (Voir le schéma 1 pour une illustration des deltas.) Si une telle relation existe, les entreprises aux notes de gouverne élevées devraient afficher des deltas positifs, tandis que les entreprises aux notes de gouverne basses devraient avoir des deltas négatifs.

Résultats

Nous pouvons tirer plusieurs conclusions des résultats globaux de ces mesures de rendement des 177 entreprises (voir le tableau 2).

En premier lieu, les entreprises qui ont reçu une note de gouverne de « A » étaient de trois à quatre fois plus importantes (tel que mesuré par la valeur marchande des actions) que celles qui ont reçu une note plus basse. En deuxième lieu, le chiffre d'affaires des entreprises de classe « A » a augmenté bien plus lentement au cours des cinq dernières années que celui des entreprises dont la note de gouverne était basse. En troisième lieu, lorsqu'elles sont mesurées en fonction du taux de croissance annuel composé de la valeur du marché ajoutée (VAM exprimée en %), laquelle représente la meilleure mesure du point de vue de l'investisseur, les entreprises qui avaient une note de « F » ont donné de meilleurs résultats que les autres, suivies de près par les entreprises qui ont une note de « C ». En quatrième lieu, selon la mesure des deltas, une note de gouverne de « A » ne semble pas produire une valeur de marché qui est systématiquement supérieure à celle qui aurait été prévue d'après le rendement de l'entreprise (ICV).

Somme toute, ces résultats plutôt bruts ne peuvent mener à trop d'interprétation, car les facteurs inhérents à l'industrie et d'importantes variations au sein de chaque groupe peuvent expliquer ces différences. En fait, même si nous avons mené bien des analyses différentes de régressions à variables multiples qui tenaient compte des industries, de la taille de l'entreprise et des quatre éléments

Tableau 2 : Rendement et cotes de gouverne

Cote de gouverne	Valeur						Ratio de Tobin	VAM (en %)	Delta (%)	N
	marchande des actions (\$ milliards)	CCCA des ventes (en %)	RCI (en %)	ICV	EVA (en %)					
A (85)	4,84	4,54	7,3	1,09	0,64	1,22	- 11,25	- 13,92	29	
B (75)	1,87	12,54	6,1	0,97	- 0,15	1,62	3,72	2,47	32	
C (65)	1,08	11,70	6,4	0,93	- 0,52	1,38	11,26	5,44	34	
D (54)	1,36	20,66	7,7	1,13	0,82	1,27	- 11,80	- 31,49	42	
F (44)	1,19	10,99	7,71	1,17	1,11	1,27	14,27	- 16,42	40	

Nota : n = 177; tous les résultats sont la médiane de leur distribution.

^a cotes données dans le ROB du Globe and Mail, classées comme suit :

A = note de 80 et plus

B = note de 70 à 79

C = note de 60 à 69

D = note de 50 à 59

F = note de 49 et moins

des notes de gouverne du ROB à titre de variables explicatives, ces analyses n'ont pu établir de relation significative entre les sept mesures de rendement et les notes de gouverne du ROB. (Ces résultats sont expliqués en détail dans Allaire et Firsirotu, 2003.)

Par contre, le coefficient de l'élément de « composition du conseil » du ROB a révélé une tendance à être négative, bien qu'elle ne soit pas significative; autrement dit, plus la note d'indépendance du conseil était élevée, pire était le rendement ! Un tel résultat n'est sans doute qu'une aberration statistique, mais nous la mentionnons parce que d'autres documents empiriques produits aux États-Unis montrent également une corrélation négative entre l'indépendance du conseil et le rendement (voir Agrawal et Knoeber, 1996, Yermack, 1996, et Klein, 1998). Voici la conclusion des auteurs de deux études particulièrement approfondies (Bhagat et Black, 1999 et 2001) :

Contrairement aux opinions toutes faites, nous voyons des signes de relation négative entre [le rendement et] le degré d'indépendance des membres du conseil (calculé approximativement par une variable « d'indépendance » qui équivaut à la part d'administrateurs indépendants moins la part d'administrateurs internes). Ces résultats reposent sur un rendement médiocre pour les entreprises dont les conseils ont une majorité qualifiée d'administrateurs indépendants. Les entreprises dont le niveau d'indépendance est de 0,4 et plus (lequel correspond, au sein d'un conseil typique de 11 administrateurs et d'un administrateur affilié, à huit ou neuf administrateurs indépendants, et à juste un ou deux administrateurs initiés) ont un rendement inférieur aux autres. Nous ne voyons aucune corrélation forte entre l'indépendance du conseil et le rendement de l'entreprise pour les autres entreprises. (1999, p. 27-28.)

Tableau 3 : Rendement des entreprises à appartenance contrôlée et des entreprises à participation multiple

Note moyenne	Valeur		CCI	ICV	EVA	Ratio de Tobin	VAM	Delta
	marchande des actions (\$ milliards)	des ventes (en %)						
<i>Note moyenne non pondérée</i>								
Contrôlée (n = 51)	3,77	19	7,3	1,19	0	1,58	1,21	- 0,049
Multiple (n = 126)	3,94	15,1	6,5	0,94	- 0,6	1,61	0,55	0,042
Notes moyennes	Composition du conseil		Rémunération		Droits des actionnaires		Divulgateion	Total
<i>Cotes de gouverne du Globe and Mail</i>								
Contrôlée (n = 51)	19,4		11,7		15,1		5,6	51,8
Multiple (n = 126)	28		13,5		18,1		7,4	67

Appartenance contrôlée et appartenance à participation multiple

Pour 51 des 177 grandes entreprises canadiennes de notre échantillon, un seul actionnaire, ou quelques actionnaires apparentés, possédaient le contrôle des votes, souvent par la possession d'une catégorie d'actions à droit de vote multiple. En utilisant les mêmes mesures de rendement que celles qui ont été données plus tôt, ainsi que les quatre éléments de l'échelle de gouverne du ROB, le tableau 3 donne les résultats des entreprises comportant une telle appartenance « contrôlée » par rapport à celles dont l'appartenance compte une participation multiple.

Selon ce type de regroupement, le tableau indique ce qui suit :

- les deux catégories d'entreprise étaient de taille similaire conformément à leur valeur marchande;
- au cours des cinq dernières années, le chiffre d'affaires (CCCA des ventes) des entreprises à appartenance contrôlée a connu une croissance plus rapide que celui des entreprises à participation multiple;
- d'après toutes les mesures de rendement « interne » (CCI, ICV, VEA en %), les entreprises à appartenance contrôlée avaient un rendement supérieur à celui des entreprises à participation multiple;
- les mesures de rendement « externe » (ratio de Tobin, VAM en % et delta) produisent des résultats moins clairs — ainsi, les entreprises à appartenance contrôlée avaient un meilleur rendement en termes de VAM en %, mais les entreprises à participation multiple avaient une meilleure variable delta; encore une fois, cependant, les écarts des notes moyennes de variables de rendement n'étaient pas significatifs;
- les notes moyennes de gouverne étaient statistiquement différentes pour les deux groupes d'entreprise, l'écart le plus important se produisant dans la

Tableau 4 : Rendement des sociétés cotées à la bourse du NYSE et des sociétés non cotées

Note moyenne	Valeur					Ratio de Tobin	VAM (en %)	Delta
	marchande des actions (\$ milliards)	CCCA des ventes (en %)	RCI (en %)	ICV	EVA (en %)			
<i>Note moyenne non pondérée</i>								
Cotées au NYSE (n = 69)	6,80	13,5	6,8	0,96	- 2,4	1,59	- 4,09	0,038
Non cotées au NYSE (n = 108)	2,03	18,1	6,7	1,04	0,8	1,62	3,83	0,002
Notes moyennes	Composition du conseil		Rémunération		Droits des actionnaires		Divulgateion	Total
<i>Cotes de gouverne du Globe and Mail</i>								
Cotées au NYSE (n = 69)	28,2		14,3		17,7		8	68,2
Non cotées au NYSE (n = 108)	23,8		12,2		16,9		6,2	59

« composition du conseil ». Il est surprenant que l'écart entre les deux groupes soit relativement faible pour l'élément des « droits des actionnaires »; ce résultat pourrait bien être dû à la composition de l'échelle du ROB, ainsi qu'à l'inclusion de variables telles que « l'effet de dilution des options d'achat », ainsi qu'à la « modification du prix des options » en vertu des « droits des actionnaires ».

Nous avons une fois de plus mené un large éventail d'analyses de régression à plusieurs variables pour établir les répercussions du type d'appartenance sur le rendement d'une entreprise (voir Allaire et Firsirotu, 2003), mais cette variable n'était un facteur significatif dans aucune des régressions. Voici ce qu'indiquent nos résultats :

- une bonne part des écarts observés entre les moyennes des deux groupes disparaissent lorsqu'on tient compte des effets du secteur industriel;
- les écarts au sein d'un groupe sont importants comparativement aux écarts d'un groupe à l'autre.

Le rendement des entreprises canadiennes cotées à la bourse de New York

Soixante-neuf des 177 entreprises canadiennes comprises dans notre échantillon étaient également cotées à la bourse de New York (NYSE). Compte tenu du contexte judiciaire et réglementaire du NYSE, qui est différent de celui du S&P/TSX, nous nous sommes demandés s'il existait des écarts significatifs entre

les entreprises cotées à la bourse du NYSE et celles qui ne le sont pas, et nous avons utilisé pour ce faire les mêmes variables de rendement et de gouverne qu'auparavant. Le tableau 4 donne les résultats moyens des deux catégories d'entreprise; en voici les plus intéressants :

- en termes de capitalisation boursière, les entreprises cotées à la bourse du NYSE étaient plus de trois fois plus importantes que celles qui ne l'étaient pas;
- les différences moyennes de rendement entre les deux groupes n'étaient pas significatives;
- exception faite de la variable des « droits des actionnaires », les écarts entre les notes de gouverne pour les deux groupes étaient statistiquement significatifs, mais les écarts étaient généralement moindres qu'ils ne l'étaient pour les entreprises à appartenance contrôlée par rapport à celles à participation multiple.

Nos analyses de régression ont également montré que la cote à la bourse du NYSE d'une entreprise n'était pas un facteur significatif dans l'explication du rendement.

Conclusions sur la gouverne fiduciaire

Dans l'ensemble, nos résultats sont comparables à ceux de la plupart des études empiriques antérieures. Quelles que soient les mesures de rendement, quelle que soit la complexité des analyses, nous avons établi que la « qualité » de la gouverne, telle qu'elle est mesurée par le système de classement du ROB, n'a aucune relation statistiquement significative avec le rendement. Vu le large éventail de facteurs qui influent sur le rendement d'une entreprise et le décalage variable entre toute action et sa répercussion sur le rendement, ces résultats ne sont pas surprenants.

Une attention publique accrue et la surveillance insistante des investisseurs institutionnels ont incité les administrateurs à faire preuve d'une vigilance accrue et ont renforcé leur détermination à faire valoir leurs droits sur les cadres. Administré correctement, ce genre de remède pourrait préserver contre le comportement excessif des dirigeants et aider à rétablir une saine confiance dans les sociétés ouvertes. Une fois qu'elle a atteint un niveau acceptable, la gouverne fiduciaire pourrait avoir des répercussions minimales sur le rendement de toute entreprise donnée, mais son rôle le plus utile, bien qu'éphémère, serait de ranimer la volonté du public à confier ses économies au marché boursier.

Dans un même temps, l'attention persistante que l'on porte aux administrateurs « indépendants », un élément dominant de la tendance réformiste actuelle, pourrait avoir des effets nuisibles. La montée de « gouverneurs » formalistes et mal renseignés, offrant peu d'avantages positifs et d'importants désavantages éventuels, pressés de faire valoir leur autorité sur les dirigeants, pourrait favoriser un style de gestion timide, prudent, craintif et bureaucratique dans l'ensemble de l'entreprise.

Au-delà de sa contribution la plus élémentaire et de sa fonction contestable de « police d'assurance », la gouverne fiduciaire pourrait bien laisser à désirer, car elle ne remédie pas, dans la plupart des circonstances, au problème le plus fondamental de gouverne d'entreprise : *la supériorité généralisée et constante en*

matière de connaissances, d'information, d'accès et d'expertise inhérente à l'entreprise dont jouit la direction par rapport aux membres indépendants du conseil d'administration.

La gouverne des droits des actionnaires

La gouverne des droits des actionnaires est caractérisée par la mesure dans laquelle le contrôle de l'entreprise est « sur le marché ». On mesure ici la qualité de la gouverne en fonction de l'absence relative de toute entrave aux offres publiques d'achat, ou de toute défense contre celles-ci. Sous cet angle, comme l'indiquent Gompers, Ishii et Metrick (2003), tout porte à croire qu'un marché libre d'entraves aux OPA est dans l'intérêt des actionnaires, puisque les marchés éliminent l'incompétence et punissent la cupidité et la passivité mieux que tout système de gouverne fiduciaire. Les marchés ouverts à la prise de contrôle créent de la valeur, grâce aux mesures rapides et radicales qui modifient la propriété et la gestion des entreprises au rendement médiocre.

Pourtant, même aux États-Unis, ce havre de la libre entreprise, les gouvernements d'État, éperonnés par la vague d'acquisitions par emprunt et d'OPA hostiles des années 80 et 90, ont promulgué des mesures visant à insuffler de la modération et de la discipline au libre marché du contrôle d'entreprise.

Trente et un États américains (dont l'État du Delaware) ont promulgué des lois sur le « regroupement d'entreprises » qui imposent un moratoire, ordinairement de trois à cinq ans, sur les transactions — telles les fusions et les liquidations, et les ventes d'actif — qu'un soumissionnaire peut mettre en œuvre, à moins que le conseil d'administration de l'entreprise ciblée n'ait approuvé la transaction. Trente et un États ont également adopté des lois sur les « parties intéressées » qui permettent (et qui, dans deux États en particulier, obligent) les administrateurs à tenir légalement compte des autres intervenants — comme les employés, la collectivité et les fournisseurs — lors de l'examen d'une offre visant à obtenir le contrôle d'une entreprise. Ces « lois sur les parties intéressées » donnent aux administrateurs une raison légale de s'opposer à une OPA (et une protection contre celle-ci), même si la transaction aurait été dans l'intérêt des actionnaires.

De plus, 27 États ont des lois sur « l'achat d'une part dominante » qui empêchent un soumissionnaire de voter ses actions au-delà d'un seuil donné (habituellement de 20 à 50 %), à moins qu'une majorité d'actionnaires « neutres » ne vote pour permettre au soumissionnaire d'exercer son droit de vote sur ses intérêts de contrôle. Par ailleurs, 25 États ont adopté des lois de « validation de pilules » qui appuient le recours aux « pilules empoisonnées » contre une OPA hostile.

Les entreprises américaines ont profité avec enthousiasme de ces dispositions anti-OPA. Comme le montre l'étude de Gompers, Ishii et Metrick (2003), sur les quelque 1 500 entreprises concernées, en 1998, 88 % avaient adopté des mesures « d'actions privilégiées carte-blanche », 59 % avaient des conseils d'administration renouvelables par tranches ou aux mandats échelonnés, et 55 % avaient des pilules empoisonnées. Dans l'ensemble, 90 % de ces entreprises faisaient l'objet de restrictions promulguées par l'État sur les « regroupements d'entreprises ». Une entreprise peut certes choisir de ne pas invoquer ces restrictions permises par l'État.

Au sein de l'Union européenne, où les intervenants, autres que des actionnaires, ont plus d'influence sur les entreprises qu'aux États-Unis, plusieurs pays ont bloqué la prise de contrôle de leurs industries « stratégiques » en émettant des « actions préférentielles » (ou en les conservant à la suite d'une privatisation) qui donnent effectivement le contrôle aux gouvernements ou à leurs organismes, face à une aliénation imminente d'entreprise. Cependant, la Cour européenne a récemment qualifié ces actions préférentielles d'anticoncurrentielles et en contravention de la charte de l'Union européenne; les gouvernements européens s'efforcent maintenant de trouver d'autres moyens de parvenir aux mêmes résultats.

Les droits des actionnaires et la gouverne au Canada

Au Canada, les OPA font l'objet de restrictions dans plusieurs industries névralgiques, telles que le secteur bancaire, les télécommunications et les médias. De plus, la pratique généralisée du capital social à actions doubles ou multiples aux droits de vote différents s'est avérée la mesure la plus efficace contre les OPA, car elle permet aux actionnaires minoritaires importants de contrôler la majorité des voix et rend une OPA impossible en l'absence de leur consentement à la transaction.

De telles pratiques ne mènent toutefois pas à une « dictature des gestionnaires », en vertu de laquelle on a recours à des mesures anti-OPA pour renforcer la direction ou donner libre cours à ses propres intérêts, au détriment de ceux des actionnaires. Ce que nous avons plutôt au Canada pourrait être qualifié de « dictature des actionnaires minoritaires », où le problème repose sur la divergence des intérêts, réelle ou éventuelle, entre les actionnaires minoritaires et les autres actionnaires, particulièrement à l'égard des OPA, des décisions de succession au poste de chef de la direction et de rémunération des cadres, lorsque ces actionnaires minoritaires sont également membres de la direction.

Nous n'avons trouvé aucun écart de rendement significatif entre les entreprises à appartenance contrôlée et les entreprises à participation multiple, et le marché n'indique pas non plus clairement une préférence marquée pour un groupe ou pour l'autre, tel qu'elle est mesurée par le coefficient de valeur au marché par rapport à la valeur comptable. Et pourtant, bien des actionnaires ont confiance dans la valeur intrinsèque du principe « d'une voix par action » et pressent les entreprises d'éliminer les catégories doubles d'actions.

Cette prise de position, justifiable pour des raisons d'efficacité du marché des capitaux — ainsi, un marché libre d'entrave face aux prises de contrôle devrait favoriser des mesures d'élimination des cadres et des conseils au rendement médiocre — soulève d'importantes questions de politique.

Le contrôle exercé par des actionnaires minoritaires — qui devraient, du reste, avoir les mêmes intérêts à long terme de création de fortune que les autres actionnaires — vaut-il mieux que les mesures anti-OPA conçues pour protéger la direction ? C'est peut-être le cas, mais il est plus aisé de remettre en question et d'éliminer les mesures anti-OPA. Est-il possible que des actionnaires minoritaires dominants aient des objectifs qui ne soient pas dans l'intérêt des autres

actionnaires ? Certes, mais il n'est pas convaincant que ce type de comportement se manifeste plus fréquemment et de manière plus flagrante dans les entreprises à appartenance contrôlée que dans les entreprises à participation multiple. Les pires méfaits d'entreprise des dernières années, à l'exception d'une seule (Adelphia), se sont produits dans des entreprises à participation multiple.

Les actionnaires institutionnels sont peut-être d'avis que l'élimination des différentes catégories d'actions leur donnerait le poids nécessaire pour empêcher l'adoption de mesures anti-OPA destinées à protéger la direction, laissant ainsi la porte ouverte à une valeur améliorée pour les actionnaires par le biais d'un regain d'activité d'OPA. Il est cependant important de souligner que le prix du marché versé par ces investisseurs pour des actions dans ces entreprises « contrôlées » tient compte de cet obstacle bien connu à leur prise de contrôle. De plus, un marché ouvert à la prise de contrôle, assorti d'un dollar canadien relativement faible, pourrait rapidement transformer le milieu canadien des entreprises d'une manière qui ne serait pas acceptable politiquement. Il est improbable que les administrations canadiennes, que ce soit au niveau fédéral ou provincial, restent là sans rien faire pendant qu'un grand nombre d'acheteurs étrangers se portent acquéreurs d'entreprises canadiennes. Si la Pennsylvanie peut prendre des mesures pour protéger « ses » entreprises contre des « étrangers » new-yorkais, on peut aisément imaginer le poids politique d'un tel enjeu au Canada.

En fait, l'élimination de toutes les actions à droit de vote multiple et à catégorie double de la scène canadienne pourrait mener, non à un marché ouvert à la prise de contrôle, mais à la promulgation de règlements et à la création de nouveaux organismes gouvernementaux chargés de superviser et d'approuver les transactions d'OPA, surtout quand le soumissionnaire est une entité étrangère. Nous avons déjà suivi cette voie; elle n'améliorerait pas l'efficacité des marchés financiers canadiens et elle ne créerait pas de valeur pour les actionnaires canadiens. Le modèle vénérable d'entreprise des « parties intéressées », qui est devenu clandestin en Amérique du Nord au cours des années 80 et 90, pourrait bien renaître avec une vigueur politique renouvelée.

La gouverne de création de valeur

La relation entre le conseil d'administration d'une entreprise (à titre de principal responsable) et ses gestionnaires (à titre d'agent) est essentiellement profondément asymétrique, quel que soit le degré d'expérience des membres indépendants du conseil en matière d'exploitation d'une entreprise. Il est donc étrange que les programmes populaires d'amélioration de la gouverne d'entreprise évitent d'aborder ce problème « d'agence », dont sont issus la plupart des problèmes de gouverne d'entreprise. Ainsi, les propositions fiduciaires abordées jusqu'à maintenant ne s'efforcent pas vraiment de remédier à cette lacune fondamentale de la gouverne d'entreprise. Certaines mesures, comme celles visant à mieux rémunérer les administrateurs, à les encourager à se porter acquéreurs de davantage d'actions ou à leur permettre d'engager les services de conseillers externes aux frais de l'entreprise, s'efforcent de remédier au problème, mais ne sont vraiment qu'un cataplasme.

Le gourou américain de la gouverne d'entreprise, Ira Millstein, réalise le fond du problème, mais affirme que ses « suggestions se résument à ce simple conseil : des administrateurs assidus, indépendants, bien dirigés, informés et aidés, peuvent limiter les problèmes d'agence » (2002). Tout ceci est bien beau, mais pas particulièrement pratique.

Pour aborder cet enjeu particulièrement fondamental, nous avançons le concept de gouverne de « création de valeur », une méthode reposant sur des bases théoriques solides ³, des observations et des conseils des spécialistes les plus astucieux et les plus chevronnés de la gouverne d'entreprise, et les pratiques de grandes entreprises diversifiées dans des secteurs non connexes. Nos suggestions se fondent sur le cadre bien conçu de la théorie de la délégation mais également, et de manière plus pratique, sur les façons dont certaines entreprises aux « primes diversifiées », comme General Electric, Emerson et United Technologies, ont réussi à créer de la valeur grâce à leurs pratiques de gouverne « stratégique » ou « interne » ⁴.

Les sièges sociaux de ces entreprises diversifiées sont confrontés au même genre d'enjeux d'agence que les administrateurs : comment le siège social peut-il créer de la valeur en veillant à ce que la direction de chaque entreprise exploitée de manière autonome (qu'il s'agisse d'un groupe, d'une division ou d'une filiale) se comporte de manière à maximiser la création de valeur économique de son unité ? Comment l'autonomie des gestionnaires d'exploitation peut-elle être accordée et assortie au besoin de contrôle voulu du siège social et à la capacité du siège social de prendre des décisions clés, d'affecter les capitaux et de guider l'ensemble de l'entreprise dans la bonne direction ? Ces entreprises ont dû réfléchir soigneusement et longuement à ces problèmes, trouver les procédés de gouverne qui leur permettraient de réaliser ces objectifs et mettre sur pied le bon système de freins et de contrepoids.

Nous avons soigneusement tracé les lignes du fonctionnement de ces procédés et de ces cadres au sein des entreprises diversifiées qui ont recours à la gouverne de création de valeur (voir Allaire et Firsirotu, 1993) et nous pouvons donner de la structure et de l'ordre à la question en examinant ce que nous appelons les « quatre piliers de gouverne » :

- pilier I : la légitimité et la crédibilité des responsables (c'est-à-dire des administrateurs),
- pilier II : le processus et le dialogue stratégiques,
- pilier III : la qualité des renseignements financiers et stratégiques,
- pilier IV : le régime de rémunération et d'incitatifs.

Le tableau 5 résume les enjeux et les questions pertinents à chacun des quatre piliers de la gouverne.

³ Voir, par exemple, Jensen et Meckling (1976), Allaire et Firsirotu (1990 et 1993), Moldoveanu et Martin (2001), et Monks et Minow (2001).

⁴ Voir, par exemple, Welch (2001) pour une description du " système d'exploitation " de General Electric.

Tableau 5 : Les quatre piliers de gouverne

Piler I	Piler II	Piler III	Piler IV
<i>Légitimité et crédibilité des responsables (administrateurs)</i>	<i>Processus, planification et dialogue stratégiques</i>	<i>Qualité des renseignements financiers et stratégiques</i>	<i>Régime de rémunération et d'incitatifs</i>
Légitimité : qui représentez-vous ? Que risquez-vous ? Crédibilité : comprenez-vous cette entreprise, ses principaux facteurs de valeur, ses enjeux stratégiques ? Avez-vous investi du temps et de la matière grise pour bien comprendre et avoir un aperçu de l'entreprise qui inspirera le respect des cadres ? Une condition nécessaire, mais non suffisante, de la gouverne efficace; toute faiblesse dans ce domaine rend les trois autres piliers des exercices <i>pro forma</i> .	À titre de responsable, passez-vous en revue et approuvez-vous le processus de planification stratégique ? Le processus comprend-il dès le départ des discussions sur l'orientation stratégique avec les administrateurs et ce, avant que le plan soit finalisé ? Laisse-t-on suffisamment de temps au processus d'examen et de discussion stratégiques ? Les principaux enjeux stratégiques sont-ils passés en revue et débattus avec la direction lors des réunions ordinaires qui ont lieu tout au long de l'année ?	L'information financière est-elle fiable, valide et ponctuelle ? Les décisions et traitements comptables importants sont-ils bien compris ? Les effets de traitements comptables autres ont-ils été évalués ? Le conseil a-t-il accès à de l'information fiable et indépendante sur la position concurrentielle et sur l'évaluation de la clientèle de l'entreprise ? Les budgets d'investissement en capital et les projets d'acquisition sont-ils soigneusement passés en revue ?	Le conseil a-t-il établi des principes et pratiques de rémunération qui sont optimales pour les actionnaires de l'entreprise ? Les programmes d'encouragement de la gestion sont-ils liés à une création véritable de valeur ? Le régime de rémunération tient-il compte de l'équilibre entre le rendement économique à court terme et le rendement à long terme ?

La légitimité et la crédibilité des responsables

Les membres du conseil d'administration sont les agents des actionnaires et les mandants des gestionnaires. À ce titre, ils doivent posséder des attributs de légitimité et de crédibilité. En fait, des mandants légitimes et crédibles constituent une condition *sine qua non* — une condition nécessaire, mais non suffisante — de la gouverne de création de valeur. En l'absence de ce pilier de gouverne, les trois autres seront des procédés inefficaces, dans une grande mesure *pro forma*. Malheureusement, on commet trop souvent l'erreur, dans le débat sur la gouverne, de laisser tomber les éléments de légitimité et de crédibilité, et de mettre plutôt l'accent sur l'indépendance des administrateurs et l'amélioration des trois autres piliers.

Légitimité

La position des administrateurs vis-à-vis des actionnaires et des gestionnaires repose sur leur légitimité : quels ont été les critères qui ont guidé le choix des candidats au poste d'administrateur ? Quel est le degré de participation de leur fortune à l'entreprise ? Ont-ils été choisis par des personnes qui avaient d'importants enjeux dans l'entreprise ?

La raison pour laquelle la plupart des conseils d'administration échouent au test de légitimité, que ce soit en partie ou en totalité, s'explique par la lente transformation de la propriété de l'entreprise, d'une poignée d'actionnaires importants en une myriade de titulaires de petites parts morcelées et de fonds passifs. Au bout du compte, la sélection des administrateurs a été progressivement transformée en un rituel futile, entièrement contrôlé par les gestionnaires. Il est certain que les conseils d'administration ont toujours eu tendance à compter des amis, des copains et des hommes de paille, et compte tenu des circonstances, il est difficile de concevoir comment un processus plus « démocratique » aurait fonctionné.

Cependant, les temps ont changé. Maintenant, les investisseurs institutionnels possèdent souvent collectivement la moitié et plus des actions d'une société, et ils émettent leur opinion sur les enjeux et sont proactifs en la matière. Pourtant, parmi les échos actuels de réforme de la gouvernance, le cri de ralliement, la panacée pour la plus fondamentale des lacunes de la gouvernance, semble être « l'indépendance ».

Warren Buffett, harpagon et investisseur légendaire, président du conseil de Berkshire Hathaway, a tenu dans sa lettre adressée aux actionnaires de la société, en 2002, les propos suivants :

On réclame maintenant des administrateurs « indépendants ». Il est certain qu'il est souhaitable d'avoir des administrateurs qui pensent et qui s'expriment de manière indépendante; mais ils doivent également avoir le sens des affaires, avoir de la motivation et être axés sur les actionnaires... Au cours des 40 dernières années, j'ai siégé à 19 conseils d'administration (exclusion faite de celui de Berkshire) et j'ai dialogué avec quelque 250 administrateurs. La plupart d'entre eux étaient « indépendants », conformément aux règles actuelles. Mais il manquait à la majorité d'entre eux au moins une des trois qualités que j'apprécie. En conséquence, leur contribution au bien-être des actionnaires était tout au plus minimale, et bien trop souvent, négative. Ces individus, qui étaient honnêtes et intelligents, n'en savaient tout simplement pas assez sur l'entreprise ou ne se souciaient pas suffisamment des actionnaires pour mettre en doute des acquisitions imprudentes ou des rémunérations trop généreuses. (2002, p. 17.)

À la suite d'un examen approfondi de la recherche empirique déjà menée sur la relation entre l'indépendance des membres du conseil et le rendement à long terme de l'entreprise, Bhagat et Black écrivent :

A priori, il n'est pas évident que l'indépendance (dépourvue de connaissances ou de motivation) produise un meilleur rendement chez les administrateurs que la connaissance et une forte motivation (dépourvues d'indépendance). Le conseil idéal devrait peut-être réunir quelques administrateurs internes bien informés et

motivés, et quelques administrateurs indépendants — qui pourraient alors devenir mieux informés et plus motivés que bien des administrateurs indépendants d'aujourd'hui. (2001, p. 265.)

Lorsqu'un administrateur est véritablement et *irréprochablement* indépendant, devient-il automatiquement « légitime » ? Non. La légitimité s'entend des administrateurs qui représentent les actionnaires et ont à cœur leurs intérêts, soit parce qu'ils sont eux-mêmes d'importants investisseurs dans l'entreprise ou parce qu'ils ont été directement choisis par les investisseurs. Berkshire Hathaway, par exemple, se verrait attribuer la note la plus basse pour ce qui est de l'indépendance de son conseil; en effet, ses sept administrateurs comptent deux de ses gestionnaires, soit Warren Buffett et Charles Munger, l'épouse et le fils de Buffett, un associé du cabinet juridique qui fait beaucoup de travail pour l'entreprise, et un administrateur, Walter Scott jr, qui est co-investisseur avec Berkshire Hathaway dans l'acquisition d'une entreprise de 1,5 milliard de dollars !

Sous la menace légale du *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Buffett s'est engagé à contrecœur à nommer de nouveaux membres indépendants à son conseil d'administration. Cependant, en se conformant aux nouvelles règles, Buffett « sélectionnera des administrateurs qui ont des participations réelles et importantes [dans Berkshire Hathaway] (c'est-à-dire des actions que eux ou les membres de leur famille ont *achetées*...), car il s'attend à ce que ces intérêts guident leurs actes d'une manière qui éclipse les autres considérations, comme le prestige et les honoraires d'administrateur ». (Buffett, 2002, p. 19)

Dans une étude sur la relation entre l'actionnariat des administrateurs et le roulement des gestionnaires, Bhagat, Carey et Elson partagent les inquiétudes de Buffett et concluent :

D'abord, il y avait une forte corrélation entre la quantité d'actions dont étaient propriétaires les divers administrateurs externes et le rendement de l'entreprise... En second lieu, et ce qui est encore plus important pour l'analyse, plus la valeur de l'actionnariat de chaque administrateur externe au sein de l'entreprise est élevée, plus forte est la probabilité d'un remplacement de type disciplinaire du chef de la direction au sein d'une entreprise au rendement médiocre. (1999, p. 15.)

Des conditions exigeant que les administrateurs soient propriétaires d'un certain minimum d'actions marquent une étape vers une légitimité améliorée; cependant, dans la plupart des cas, les montants ainsi investis ne représentent qu'une minuscule part de la fortune de l'administrateur. Dans le climat acrimonieux et litigieux qui règne actuellement, les administrateurs risquent beaucoup : si leur protection contre leurs responsabilités d'administrateur est insuffisante, leur réputation peut être ternie et leur fortune personnelle mise en danger. Ces risques de perte encouragent certes une gouverne « fiduciaire » exemplaire, mais peut-être aussi un style de gouverne qui est légaliste, pointilleux et hésitant.

Par conséquent, nous suggérons fortement que tout investisseur, ou groupe d'investisseurs, qui a des intérêts considérables dans une entreprise (disons 5 % et plus) devrait être en mesure de proposer des candidats aux postes du conseil

d'administration. Avant qu'un actionnaire puisse participer au processus de nomination, il pourrait être assujéti à une période de détention minimale des actions (deux ans, par exemple).

Nous réalisons qu'une telle réforme ne pourrait se produire sans apporter des modifications au droit corporatif. Cependant, une modification judiciaire assez simple, le *vote cumulatif* qui est déjà permis dans plusieurs compétences canadiennes, ouvrirait la voie à une représentation plus légitime au sein des conseils d'administration. Les petits investisseurs tireraient également profit d'un tel changement, car il deviendrait possible et plausible, pour eux ou pour des associations qui les représentent, de proposer des candidats aux postes du conseil et d'exercer leur droit de vote cumulatif en faveur de ces candidats.

De toute manière, la question de la sélection et de l'élection des administrateurs est maintenant carrément à l'ordre du jour. La Commission des valeurs mobilières des États-Unis a récemment publié un rapport aux employés qui propose plusieurs solutions visant à améliorer la légitimité du processus de nomination des administrateurs (SEC, 2003), dont la proposition que nous avons décrite plus haut. Certaines entreprises ont déjà adopté volontairement des procédures de nomination qui donnent un rôle bien plus important aux actionnaires dans le choix des personnes qui représentent leurs intérêts.

Crédibilité

Les administrateurs ne doivent pas seulement être légitimes, ils doivent également être crédibles. Ils doivent prouver qu'ils ont des connaissances pertinentes à l'entreprise, et non seulement des compétences générales en affaires, accumulées au cours des années dans des secteurs qui ont bien peu à voir avec l'entreprise que représente le conseil d'administration dont ils sont membres.

En partant du principe qu'un administrateur est légitime et qu'il a une expérience solide des affaires, il doit, une fois qu'il siège comme administrateur, prouver sa crédibilité auprès des gestionnaires. Pour atteindre un niveau raisonnable de crédibilité, l'administrateur doit investir beaucoup de temps et de matière grise pour bien saisir les enjeux stratégiques et concurrentiels de l'entreprise, les sources de sa valeur économique, la qualité de son leadership à divers niveaux, ses valeurs de gestion, les principaux facteurs qui dictent la valeur de ses actions, et ainsi de suite. Cette condition est bien plus exigeante que la séance d'orientation typique donnée aux nouveaux membres d'un conseil d'administration.

Les administrateurs auront établi leur crédibilité auprès des gestionnaires lorsque ces derniers réaliseront qu'entretenir un dialogue avec le conseil ajoute de la valeur, leur donne des idées et des conseils utiles, et lorsqu'ils réaliseront que les administrateurs décèleront rapidement les exposés qui sont incomplets quant aux faits, égocentriques ou choisis pour forcer un appui général, et qu'ils réagiront énergiquement.

Il est certain que « l'indépendance » ne garantit pas la crédibilité — en fait, elle pourrait bien garantir le contraire. Par conséquent, la conclusion établie par d'excellentes preuves empiriques, est que le conseil d'administration « idéal » devrait comprendre un bon assortiment de membres intéressés, crédibles, mais pas

nécessairement indépendants, et des tiers indépendants, légitimes et désireux d'établir leur crédibilité. Le conseil devrait décrire les connaissances et l'expérience pertinentes à l'entreprise qui donneraient à ses membres une crédibilité accrue. Quelle que soit la façon dont il est déterminé, le processus de nomination devrait combler l'écart entre les qualités cibles et les administrateurs en place.

Les autres piliers

Seuls des administrateurs légitimes et crédibles peuvent donner toute l'efficacité voulue aux trois autres piliers de gouverne. Les discussions stratégiques, le contrôle et la surveillance du rendement, et la conception des systèmes de primes acquièrent une intensité et une qualité différentes lorsqu'ils sont effectués par des mandants légitimes et crédibles, qui offrent une excellente possibilité de création de valeur pour les actionnaires.

Pour ce faire, toutefois, les conseils d'administration doivent traiter efficacement un autre aspect clé de leur problème d'agence : l'asymétrie de l'information. Un conseil d'administration, même celui qui compte des mandants légitimes et crédibles, doit avoir accès à de l'information fiable, valide et ponctuelle. Il doit donc mettre au point le système d'information nécessaire à cette fin, qui comprendra, bien entendu, les renseignements ordinairement nécessaires aux fins fiduciaires, mais également des renseignements stratégiques qui sont particulièrement pertinents au type d'entreprise régie par le conseil. Ainsi, le conseil d'administration devra avoir accès à des évaluations régulières et indépendantes de la position concurrentielle de l'entreprise et du degré de satisfaction de sa clientèle, ainsi qu'aux résultats des sondages menés sur le taux de satisfaction des employés et sur le roulement du personnel.

Le conseil doit appuyer un processus stratégique qui prévoit dès le départ des discussions sur l'orientation stratégique, et les administrateurs doivent être au parfum *avant* que les gestionnaires préparent leur plan stratégique. Trop souvent, les administrateurs n'ont la possibilité de passer en revue le produit « final » qu'aux toutes dernières étapes du processus — une présentation électronique impeccable, haute en couleurs avec diapositives destinées à impressionner et à stupéfier l'auditoire, et non à susciter un débat animé.

Bref, on pourrait adopter diverses mesures pour réduire quelque peu l'énorme avantage des gestionnaires au plan de l'information. En se concentrant sur les indicateurs clés du rendement organisationnel, du rendement du marché et des résultats financiers, et en veillant à ce qu'il reçoive de l'information fiable et ponctuelle sur ces indicateurs de sources indépendantes, le conseil pourrait favoriser une saine mise en commun de l'information.

En dernier lieu, un régime efficace de rémunération et d'incitatifs pour les gestionnaires est fondamental à la gouverne de création de valeur. Il est aussi particulièrement difficile à mettre sur pied. Il faut savoir traiter avec tout un éventail d'enjeux, comme le bon équilibre de récompenses entre le rendement à court terme et le rendement à long terme, la dose voulue de rémunération globale par rapport aux marchés pertinents, des mesures de protection contre la manipulation des mesures et indicateurs de rendement, et la part nécessaire de

mesures internes (comme le RCI et la VEA) par rapport aux notes de rendement externes (comme le cours du marché indexé et la valeur ajoutée marchande) ⁵.

Conclusion

Après une période marquée par un relâchement général des normes, les avantages d'un resserrement des aspects fiduciaires de la gouverne sont indéniables.

Toutefois, nous sommes d'avis que l'avalanche présente de suggestions visant à améliorer la gouverne pourrait laisser à désirer et s'avérer même improductive.

La quête obsessionnelle de l'indépendance du conseil — une sorte de pierre philosophale de la gouverne — pourrait avoir des conséquences non voulues et peu souhaitables. La recherche du droit sans entrave des actionnaires permettant de vendre les entreprises au plus offrant, bien que souhaitable strictement du point de vue de l'efficacité des marchés, se heurterait probablement au mur des réalités politiques canadiennes.

La gouverne de création de valeur, par contre, offre des arrangements qui sont différents de l'orthodoxie actuelle. Elle s'efforce d'éliminer le dilemme fondamental qui a harcelé la gouverne d'entreprise depuis l'époque de Berle et Means (1932) : les problèmes de légitimité et de crédibilité des membres du conseil, ainsi que l'avantage en matière d'information que possèdent les gestionnaires sur les administrateurs.

Pour remédier à ces problèmes, nous proposons ce qui suit :

- un examen fondamental du processus de nomination aux postes d'administrateur;
- un vote cumulatif pour l'élection des membres du conseil d'administration, qui aura pour effet d'améliorer le caractère représentatif des conseils;
- un programme intensif de formation et d'éducation des administrateurs pour ce qui est des particularités stratégiques, économiques et financières de l'entreprise;
- un système d'information conçu par les administrateurs et pour ceux-ci, qui leur donnera des renseignements pertinents et fiables, et de l'information financière et stratégique ponctuelle;
- un dialogue permanent entre les membres du conseil et les gestionnaires sur les enjeux stratégiques clés, dont des discussions longtemps à l'avance des orientations stratégiques;
- une conception bien plus approfondie des régimes de rémunération, qui cernent des problèmes rarement traités dans la démarche habituelle portant sur la rémunération des gestionnaires.

5 La conception des régimes de rémunération des cadres est trop compliquée pour être adéquatement traitée dans le présent texte. Les lecteurs voudront consulter Allaire (2003) pour une discussion des questions de rémunération et un ensemble de suggestions pour un nouveau système de rémunération.

La mise en œuvre de ces mesures exigerait une modification des méthodes de sélection des administrateurs et du fonctionnement des conseils d'administration. Au cours des dernières années, la gouverne « fiduciaire » a subi un processus de revitalisation dont on avait grandement besoin. Nous sommes d'avis qu'il est maintenant temps, tout en conservant les aspects positifs de cet effort, d'œuvrer pour une forme de gouverne visant à créer une valeur véritable pour les actionnaires.

Annexe : Définitions des mesures anti-OPA ⁶

Mesures anti-chantage à l'OPA : il s'agit du chantage au billet vert, soit l'entente entre un important actionnaire et une entreprise, selon laquelle l'actionnaire accepte de revendre ses actions à l'entreprise, habituellement à prime, contre une promesse de ne pas chercher à prendre le contrôle de l'entreprise pendant une période de temps donnée. Les mesures anti-chantage à l'OPA empêchent de telles dispositions à moins que la même offre de rachat ne soit faite à tous les actionnaires, ou à moins que la transaction n'ait été approuvée par une majorité d'actionnaires. Ces mesures sont censées décourager l'accumulation de tranches importantes d'actions car un moyen de s'extraire de l'entente est bloqué, mais l'effet net sur la fortune des actionnaires n'est pas clair. Cinq États américains ont adopté des lois qui portent sur les mesures anti-chantage à l'OPA et deux autres ont promulgué des lois de « reprise des bénéfices » permettant aux entreprises de récupérer leurs bénéfices, mesure qui est perçue comme une autre version des lois anti-chantage à l'OPA (mais une version plus prononcée).

Actions privilégiées carte-blanche : il s'agit des actions privilégiées pour lesquelles le conseil d'administration est doté d'importants pouvoirs lui permettant d'établir le droit de vote, les dividendes, la conversion et autres droits. Bien qu'elle puisse servir à répondre à des besoins financiers changeants, cette mesure sert également à mettre en œuvre des pilules empoisonnées ou à bloquer une OPA en plaçant les actions auprès d'investisseurs bienveillants.

Lois sur le regroupement d'entreprises : ce sont les lois qui imposent un moratoire sur certaines catégories de transaction (comme la vente d'actif et les fusions) entre un actionnaire important et l'entreprise, pour une période de temps variant de trois à cinq ans, une fois que l'investissement de l'actionnaire a dépassé un seuil préétabli (part minoritaire).

Lois sur les parties intéressées : les dispositions légales qui autorisent (et qui, dans deux États américains, obligent) les conseils d'administration à tenir compte des personnes intéressées, autres que les actionnaires, lorsqu'ils passent en revue une proposition d'OPA.

Conseil d'administration à mandats échelonnés : il s'agit des conseils où les administrateurs sont rangés dans plusieurs classes et remplissent des mandats qui se chevauchent. Étant donné que seule une partie du conseil peut être remplacée chaque année, un tiers qui obtient le contrôle de l'entreprise devra attendre quelques années avant d'avoir le contrôle du conseil. Cette disposition peut également dissuader les courses aux procurations, puisque seuls quelques sièges sont libérés chaque année au conseil.

Parachutes dorés : des ententes d'indemnité qui accordent une rémunération en argent et en nature aux cadres supérieurs lors d'une occurrence donnée, comme la

⁶ Les définitions suivantes sont tirées de Subramanian (2002), et de Gompers, Ishii et Metrick (2003).

cessation d'emploi, la rétrogradation ou la démission à la suite d'un changement de contrôle. Elles n'exigent pas l'approbation des actionnaires.

Pilules empoisonnées : des actions qui donnent à leurs titulaires des droits spéciaux lors d'une occurrence donnée, comme une OPA hostile. Lorsqu'une entente est approuvée et que l'entreprise initiatrice y donne suite, la pilule est déclenchée. Dans ce cas, les pilules empoisonnées donnent généralement aux titulaires des actions de la société visée, autres que celui qui veut en obtenir le contrôle, le droit d'acquérir des actions à un prix très réduit, ce qui a pour effet de rendre la société visée peu attrayante ou de diluer le droit de vote de l'acquéreur. Au début, on appelait aussi les pilules empoisonnées des plans de « droits des actionnaires », apparemment parce qu'elles donnaient aux actionnaires le « droit » d'acheter des actions supplémentaires, mais plus probablement pour essayer de modifier la perception qu'en avait le public. Un initiateur d'OPA actionnaire serait moins d'accord avec cette nomenclature.

Clause de majorité qualifiée pour l'approbation des fusions : il s'agit des clauses de charte qui prévoient des exigences de vote plus élevées pour les fusions et autres regroupements d'entreprises que celles qui sont stipulées dans les lois des États américains. Il s'agit habituellement d'une majorité de 66,7 %, de 75 % ou de 85 % et elles dépassent souvent le nombre de participants à l'assemblée annuelle. Cette catégorie englobe les entreprises comprenant une telle clause et les entreprises constituées en personne morale dans les États américains dotés d'une loi sur « l'acquisition d'un contrôle des actions ». Ces lois exigent qu'une majorité d'actionnaires neutres votent pour permettre ou non à un nouvel actionnaire admissible important d'avoir un droit de vote. Dans la pratique, de telles lois ont le même effet que les clauses de majorité qualifiée.

Actions avec droit de vote inégal ou à deux catégories : Des dispositions qui limitent le droit de vote de certains actionnaires et élargissent les droits d'autres actionnaires. Aux termes d'un vote fractionné, les actionnaires qui sont détenteurs d'actions pendant une période de temps donnée ont droit à davantage de votes par action que les acheteurs récents. Une autre variété est celle de la clause de l'actionnaire important, qui limite le droit de vote des actionnaires qui ont dépassé un certain seuil de propriété. Bien entendu, cette mesure englobe également les situations où la société a émis différentes classes d'actions comportant un nombre de votes qui varie en fonction de la catégorie.

Références

- Agrawal, Anup, et Knoeber, Charles R. « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, n° 3, 1996, p. 377-397.
- Allaire, Yvan. « Fair Wages for an Honest Day's Work : Executive Compensation for the Post-Enron Era », document de travail de la chaire J. Armand Bombardier, Université du Québec à Montréal, janvier 2003.
- Allaire, Yvan, et Firsirotu, Mihaela. « Strategic Plans as Contracts », *Long Range Planning*, vol. 23, n° 1, 1990, p. 102-115.
- . *L'entreprise stratégique : penser la stratégie*, Montréal, Gaëtan Morin éditeur, 1993.
- . « La "bonne" et la "mauvaise" gouvernance », *La Presse*, Montréal, 21 octobre 2002.
- . « Corporate Governance and Performance : The Elusive Link », document de travail de la chaire J. Armand Bombardier, Université du Québec à Montréal, avril 2003.
- Berle, Adolf, et Means, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Commerce Clearing Housing, 1932.
- Bhagat, Sanjai, et Black, Bernard. « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance », *Business Lawyer*, n° 54, mai 1999, p. 921-963.
- . « The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance », *Journal of Corporation Law*, n° 27, 2001, p. 231-273.
- Bhagat, Sanjai, Carey, Dennis C., et Elson, Charles M. « Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover », *Business Lawyer*, n° 54, mai 1999, p. 885-919.
- Bredeen, Richard C. « Restoring Trust : Corporate Governance for the Future of MCI, Inc. », rapport présenté à l'honorable Jed S. Rakoff, court de district américaine du district du sud de New York, août 2003.
- Buffett, Warren. « Letter to Shareholders », Omaha (Nebraska), Berkshire Hathaway, 2002.
- CalPERS (California Public Employees Retirement System). *Corporate Governance Core Principles and Guidelines*, Sacramento (Californie), CalPERS, 1998.
- Coombes, Paul, et Watson, Mark. « Three Surveys on Corporate Governance », *McKinsey Quarterly*, n° 4, 2000, p. 75-77.
- Dalton, Dan R., Daily, Catherine M., Ellstrand, A.E., et Johnson J.L. « Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance », *Strategic Management Journal*, n° 19, 1998, p. 269-290.
- Gompers, Paul, Ishii, Joy, et Metrick, Andrew. « Corporate Governance and Equity Prices », *Quarterly Journal of Economics* vol. 118, n° 1, 2003, p. 107-155.
- Hirschman, Albert O. *Exit, Voice, and Loyalty : Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Cambridge (Massachusetts), Harvard University Press, 1970.
- Impavido, Gregorio. « On the Governance of Public Pension Fund Management », document de travail, Washington (D.C.), Banque mondiale, 2002.
- Jensen, Michael C., et Meckling, William H. « Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, n° 3, 1976, p. 305-360.
- Klein, April. « Firm Performance and Board Committee Structure », *Journal of Law*, 1998.
- McKinsey & Company. *Global Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, New York, 2002.
- Millstein, Ira M. « Testimony to the Oversight Hearing on Accounting and Investor Protection Issues », comité sénatorial américain des banques, du logement et des affaires urbaines, 27 février 2002, Washington (D.C.).
- Millstein, Ira M., et MacAvoy, Paul. « The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation », *Columbia Law Review*, vol. 98, n° 5, 1998, p. 1283-1299.
-

- Moldoveanu, Mihnea, et Martin, Roger. « Agency Theory and the Design of Efficient Governance Mechanisms », document de travail, Joseph L. Rotman School of Management, Université de Toronto, 2 février 2001.
- Monks, Robert A.G., et Minow, Nell. *Corporate Governance*, 2^e éd., Cambridge (Massachusetts), Blackwell Publishing, 2001.
- Patterson, D. Jeanne. *The Link between Corporate Governance and Performance : Year 2000 Update*, rapport de recherche du Conference Board, 1276-00-RR, New York, Conference Board, 2000.
- SEC (Commission des valeurs mobilières des États-Unis). « Review of the Proxy Process Regarding the Nomination and Election of Directors », rapport à l'intention des employés, Washington (D.C.), juillet 2003.
- Sonnenfeld, Jeffrey A. « What Makes Great Boards Great », *Harvard Business Review*, septembre 2002.
- Subramanian, Guhan. « The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice : Evidence on the "Race" Debate and Antitakeover Overreaching, *University of Pennsylvania Law Review*, vol. 150, n° 6, 2002, p. 1795-1873.
- Welch, Jack. *Jack : Straight from the Gut*, New York, Warner Books, 2001.
- Yermack, David. « Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics* vol. 40, n° 2, 1996, p. 185-211.
-

NOTES
