



Institut sur la gouvernance  
d'organisations privées et publiques

# Le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (Say-on-Pay): Quoi de neuf ?

## Commentaire #4

Yvan Allaire, Ph. D. (MIT), MSRC  
Président du conseil, IGOPP  
Professeur émérite de stratégie, UQAM

François Dauphin, CPA, MBA  
Président-directeur général, IGOPP



En mars 2010, l'IGOPP a publié une [prise de position](#) portant sur la question du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants.

### **Rappel de la position de l'IGOPP**

L'IGOPP affirme dans cette prise de position qu'il n'est ni approprié ni opportun d'imposer cette procédure du vote consultatif à l'ensemble des entreprises au pays.

Une gouvernance pleinement assumée par des conseils d'administration responsables et imputables forme la pierre angulaire du fonctionnement des sociétés cotées en Bourse. L'établissement de la rémunération des dirigeants incombe, juridiquement et pratiquement, au conseil d'administration.

L'IGOPP souligne alors que la démarche de vote consultatif (« say-on-pay ») sur la rémunération manifeste une méfiance, méritée ou non, envers les conseils d'administration. Derrière cette démarche se profile un déplacement significatif de responsabilité pour la gouvernance des sociétés du conseil vers les actionnaires. Si on ne peut se fier aux administrateurs d'une entreprise pour prendre de bonnes décisions en ce qui a trait à la rémunération de la haute direction, comment les actionnaires peuvent-ils leur faire confiance pour d'autres décisions tout aussi, sinon plus, importantes?

Dans les cas spécifiques de rémunérations problématiques, les investisseurs devraient être prêts à utiliser leur droit de vote (ou de «s'abstenir») pour contrer l'élection de certains administrateurs, particulièrement les membres du comité de rémunération (ou ressources humaines), dans les quelques cas où le conseil n'aurait pas agi de façon responsable.

Au Canada donc, la tenue d'un vote consultatif était alors une décision de l'entreprise et non pas obligatoire comme c'est le cas aux États-Unis.

Or, en avril 2019, le projet de Loi C-97 amendant la Loi canadienne sur les sociétés par actions (LCSA), stipule notamment que les sociétés inscrites en bourse et constituées selon le régime fédéral des sociétés par actions devront adopter « une approche relative à la rémunération des administrateurs et des employés de la société qui sont des « membres de la haute direction »<sup>1</sup> et présenter aux actionnaires l'approche relative à la rémunération à chaque assemblée annuelle, et les actionnaires devront voter sur l'approche présentée selon un format non contraignant.

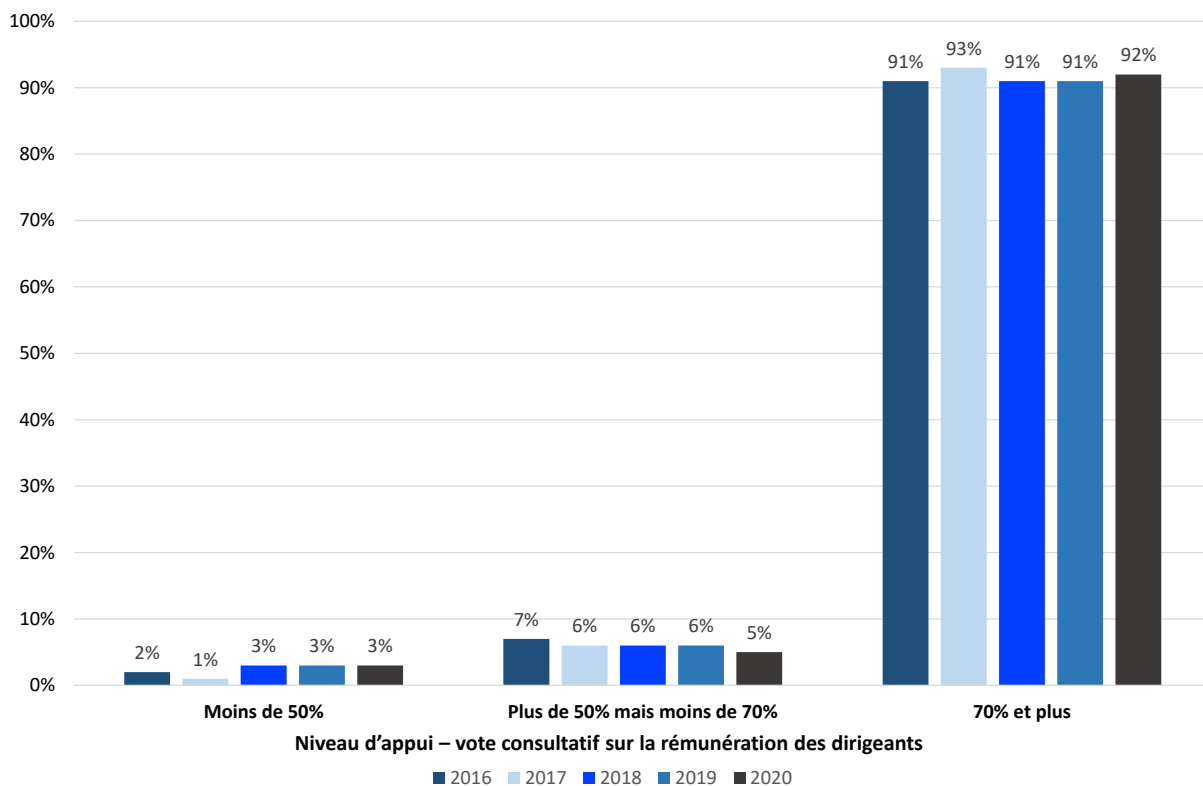
---

<sup>1</sup> Projet de Loi C-97 (première lecture), 8 avril 2019, Art. 125.1, p.99.

Si la loi a été sanctionnée le 21 juin 2019, les modifications apportées aux articles cités ci-dessus ne sont toujours pas en vigueur. Toutefois, au moment où les modifications s'appliqueront, on prévoit<sup>2</sup> qu'environ 500 entreprises additionnelles pourraient être contraintes de tenir un vote consultatif sur la rémunération de leurs dirigeants.

### Statistiques sur le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (*say-on-pay*)

Aux États-Unis, où le vote consultatif sur la rémunération des dirigeants est obligatoire, la grande majorité des entreprises obtiennent annuellement un appui considérable des actionnaires à la politique de rémunération proposée, comme on peut le constater à la Figure 1. En effet, 92% des sociétés américaines du Russell 3000 ont obtenu un vote favorable de 70% et plus des droits de votes exercés, avec un niveau moyen d'appui (pourcentage de votes favorables) de 90% pour l'ensemble des firmes en 2020.



**FIGURE 1** Niveau d'appui obtenu lors du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants, 2 003 firmes du Russell 3000 (au 17 pour l'année 2020)

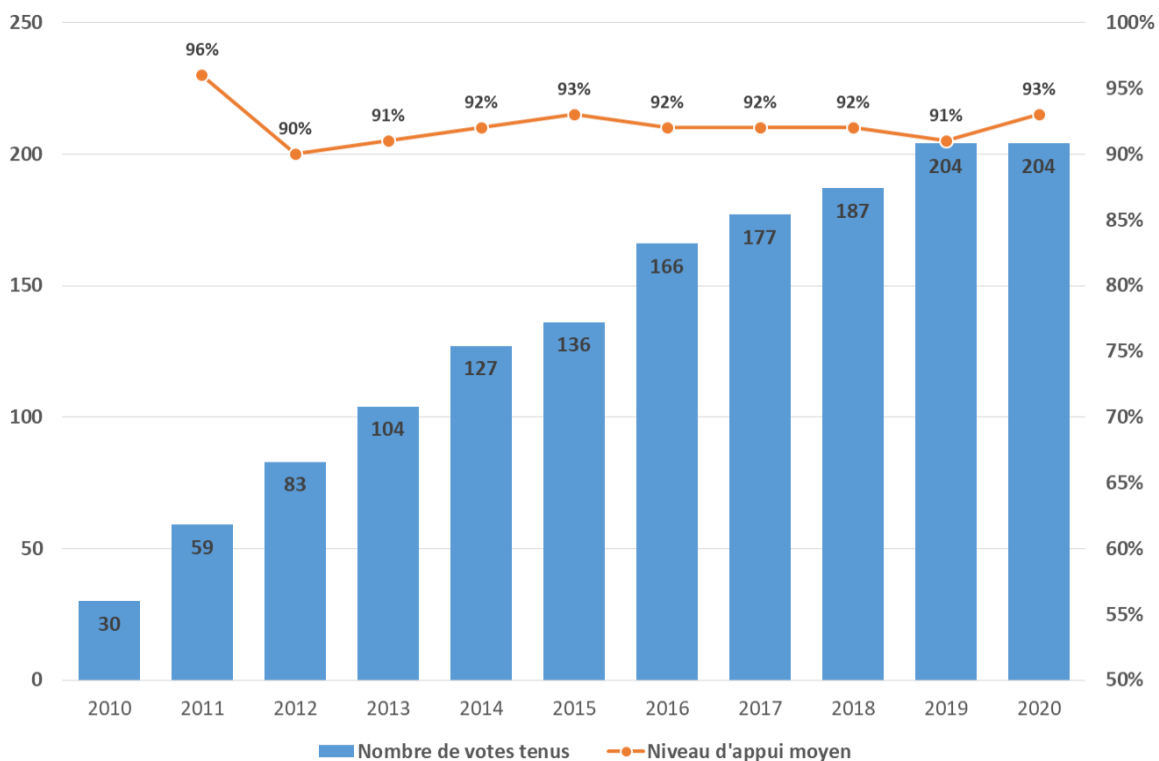
Source : Adapté de Willis Towers Watson. U.S. Executive Pay Votes, Septembre 2020

<sup>2</sup> Estimation selon Laurel Hill, *6th Annual Trends in Corporate Governance 2020*, 26 octobre 2020, p.37.

Fait intéressant, le niveau moyen d'appui atteint 93% (94% en 2019) lorsque l'agence de conseil en vote ISS donne une recommandation favorable, alors que ce niveau d'appui baisse à 64% (aussi 64% en 2019) en moyenne lors d'une recommandation défavorable. Ceci démontre bien l'influence d'ISS dans l'exercice des votes lorsqu'elle émet des recommandations. En 2020, ISS a émis une recommandation défavorable dans 11% des cas.

### Statistiques canadiennes

Jusqu'à maintenant en 2020<sup>3</sup>, 204 votes consultatifs sur la rémunération des dirigeants ont été tenus au Canada, dont 154 par des sociétés constituantes de l'indice S&P/TSX (soit 69,7% d'entre elles). Le nombre d'entreprises qui tiennent un tel vote a été en constante croissance depuis 2010, malgré le caractère volontaire de l'exercice, puis s'est stabilisé depuis 2019. Comme on peut le constater à la Figure 2, le niveau moyen d'appui à la politique de rémunération proposée est semblable à celui observé aux États-Unis, avec des taux au-delà de 90% annuellement.



**FIGURE 2** Nombre de votes tenus et niveau d'appui obtenu lors du vote consultatif sur la rémunération des dirigeants, Canada 2020

Source : Adapté de Laurel Hill, 6th Annual Trends in Corporate Governance 2020, p.34.

<sup>3</sup> Selon Laurel Hill, 6th Annual Trends in Corporate Governance 2020, 26 octobre 2020



En 2020, seulement 13 sociétés canadiennes qui ont tenu un vote consultatif sur la rémunération ont obtenu un appui inférieur à 80% (mais néanmoins tous supérieur à 50%). ISS n'a émis aucune recommandation défavorable au cours de la dernière année au Canada.

## Mise à jour :

### Résultats d'études menées au cours des cinq dernières années

Nous avons analysé les résultats et les conclusions de 21 articles scientifiques ou théoriques publiés entre novembre 2015 et novembre 2020, et portant sur le SOP (pour une description des résultats et des conclusions des différentes études, voir à l'Annexe 1). Le Tableau 1 ci-dessous rend compte de la classification des opinions des auteurs (selon leur propre appréciation).

**TABLEAU 1**  
**Classification des études sur le SOP**  
**selon l'opinion formulée par leurs auteurs**

<b>Opinion</b>	<b>Nombre</b>	<b>%</b>
Favorable au SOP	9	42.9%
Défavorable ou ambivalente	12	57.1%

Ainsi, de façon générale, davantage d'études témoignent d'effets limités, voire indésirables, du SOP. Le constat était analogue lors du [dernier exercice similaire](#) mené par l'IGOPP en 2015, alors qu'une forte majorité des études publiées entre 2010 et 2015 (70% des études qui avaient été analysées à l'époque) montraient des effets défavorables du SOP.

Un examen des études dites « favorables » révèle que plus de la moitié d'entre elles portent sur des entreprises qui ont subi un vote défavorable, et ces études ne considèrent donc pas réellement l'effet du SOP sur l'ensemble des autres firmes. Or, comme le soulignait la position de l'IGOPP, les actionnaires ont d'autres mécanismes que le SOP pour faire valoir leur mécontentement, et ces autres mécanismes auraient très bien pu avoir le même effet en bout de piste.



D'ailleurs, même l'agence de conseil en vote Glass Lewis adopte une ligne directrice en ce sens au Canada :

En général, Glass Lewis estime que les actionnaires ne devraient pas être directement impliqués dans la fixation de la rémunération des dirigeants. Ces questions devraient être laissées au comité de rémunération. En l'absence d'un vote consultatif «Say-on-Pay», **nous considérons l'élection des membres du comité de rémunération comme un mécanisme approprié permettant aux actionnaires d'exprimer leur désapprobation ou leur soutien à la politique du conseil d'administration sur la rémunération des dirigeants**<sup>4</sup>.

Un enjeu important se manifeste: les entreprises seraient-elles tentées d'adopter des formes de rémunération « conformes » aux diktats en cette matière promulgués par les agences de conseil en vote (ISS et autres) afin de réduire le risque d'une recommandation défavorable de ces agences lors du vote SOP. Si cela était, la conséquence serait des politiques de rémunération uniformes, souvent mal adaptées aux contextes particuliers de chacune des entreprises.

Quoiqu'il en soit, les résultats des études scientifiques portant sur le SOP depuis 2010 appuient majoritairement le scepticisme exprimé par l'IGOPP dans sa prise de position à ce sujet.

---

<sup>4</sup> Traduction libre. Extrait de Glass Lewis Proxy Paper, *2021 Guidelines – Canada*, p.35. Les caractères gras ont été ajoutés par les auteurs du présent Commentaire et ne se retrouvent pas dans le texte original.



## ANNEXE 1

### Brève description des résultats ou conclusions des études sur le SOP

Certaines études arrivent à des conclusions plutôt défavorables, ou au mieux constatent des effets neutres du say-on-pay (SOP):

- Selon Ferri et Göx (2018), qui ont fait une revue de littérature théorique et empirique exhaustive sur le SOP, les effets sont peu perceptibles. Ils retiennent comme leçon principale que l'exercice n'aura eu qu'un effet au mieux modeste sur les pratiques de rémunération et sur la valeur des firmes, mais que cela n'aura eu aucun impact sur la rémunération des PDG. En ce sens, les auteurs concluent que la plus grande déception du SOP est que cela aura échoué à faire la promotion de nouvelles idées au sujet du design optimal en matière de rémunération.
- Fisch et al. (2018), avec un échantillon de firmes américaines entre 2010 et 2015, ont trouvé que la performance économique constituait un important facteur déterminant des recommandations d'ISS, et des résultats de votes. Autrement dit, le SOP n'est pas seulement au sujet de la rémunération. Ils concluent que ceci limite la valeur potentielle d'un vote SOP, et que l'étroite relation entre le résultat du vote, le prix de l'action et la performance récente de la firme augmente le risque que le vote SOP accroisse le court-termisme de gestion. Les résultats d'une étude de Stathopoulos et Voulgaris (2016A) confirment également un tel effet de l'horizon d'investissement dans la façon dont les votes sont exprimés.
- Gerner-Beuerle et Kirchmaier (2018) ont étudié les effets de l'introduction du vote contraignant au Royaume-Uni, de même que certaines caractéristiques du SOP. Ils concluent que les actionnaires fondent leur décision de vote essentiellement à la lumière des plus gros montants de salaires et des recommandations des agences de conseil en vote. Rien ne démontre que les actionnaires font une analyse complète de la structure de rémunération ou de la politique de rémunération proposée. Ils ajoutent que rien dans leur analyse ne justifie d'imposer aux firmes des coûts supplémentaires pour une divulgation étendue, et les résultats remettent en question l'introduction d'une réglementation additionnelle et complexe en matière de rémunération.
- Stathopoulos et Voulgaris (2016B) confirment que s'il y a des indications que le SOP peut avoir un effet modérateur pour des cadres de rémunération sous-optimaux, son efficacité véritable demeure incertaine. En ce sens, ils soulignent que le rôle du SOP dans l'établissement de la rémunération ne doit pas être considéré comme une panacée pour tous les problèmes de rémunération excessive des hauts dirigeants.

- Hadley (2017), à l'aide d'un échantillon de firmes du S&P 500, a trouvé que le SOP peut inciter certaines entreprises à faire preuve d'opportunisme dans la divulgation de mesures alternatives de rémunération afin de convaincre les actionnaires que la rémunération reflète la performance sans toutefois apporter de changements importants à la rémunération ou à la performance. En d'autres occasions cependant, cela peut aussi inciter des entreprises à faire une divulgation plus étendue de mesures et de comparaisons avec des groupes de pairs.
- Knust et Oesch (2020) ont étudié l'impact de l'introduction du ratio de rémunération entre le PDG et l'employé médian sur le vote SOP, et ce, à l'aide d'un échantillon de firmes américaines. Ils n'ont trouvé aucune preuve que les investisseurs aient été influencés par la divulgation de ce ratio, car les entreprises qui en font la divulgation ne subissent aucun changement dans les résultats du vote sur la rémunération. Bien que sans relation directe avec le SOP, notons que les auteurs ont trouvé que l'ajout de la divulgation du ratio n'a eu aucun effet réducteur sur la rémunération des PDG. Par ailleurs, Crawford et al. (2020) concluent plutôt à l'effet contraire et jugent que la divulgation du ratio a une incidence sur les votes exprimés en matière de SOP [étude classée comme étant « favorable »].
- Lombardi (2017) a étudié un échantillon de firmes américaines du S&P 100, et conclut que les agences de conseil en vote et les actionnaires ne considèrent pas les incitatifs à long terme à maximiser la valeur pour les actionnaires pour prendre leur décision en matière de vote SOP. Selon l'auteur, ils limitent leur décision à la valeur inscrite dans le tableau du sommaire de la rémunération qui, selon l'auteur, ne présente qu'une petite partie de la réalité car cela ne prend pas en compte l'exposition complète des dirigeants en termes de richesse personnelle – par l'actionnariat acquis et détenu – face aux fluctuations du marché.
- Mason et al. (2017) font une revue de littérature du SOP et une comparaison entre les différentes juridictions où le SOP est appliqué. Les auteurs concluent que la recherche sur le SOP demeure non concluante.
- Par une démonstration théorique, Qiu (2019) conclut que le SOP a fait en sorte que les conseils d'administration ont avantage à faire appel à des consultants en rémunération et à octroyer davantage de rémunération sous forme d'équité au PDG. De plus, sa réflexion conclut que la tendance à transformer le SOP en vote contraignant pourrait éventuellement avoir des effets négatifs envers des tierces parties et résulter en effets sociaux indésirables.
- Pietrancosta (2017) analyse les effets des changements législatifs et réglementaires en France. Pour conclure son analyse, il questionne le fait que les actionnaires soient les seuls consultés pour voter sur les niveaux de rémunération relatifs à des objectifs qui ne sont pas nécessairement liés à la performance financière de l'entreprise. De tels objectifs devraient croître proportionnellement avec l'intérêt plus marqué de la responsabilité sociale des entreprises.





- Pawliczek (2018) a observé les résultats de votes SOP auprès d'un échantillon de firmes du S&P 1500 entre 2011 et 2013. L'auteure conclut que l'introduction du SOP a eu un impact sur la structure de rémunération, notamment par une utilisation accrue d'une rémunération incitative fondée sur l'octroi de titres de capitaux propres en fonction du rendement. Toutefois, l'auteure précise qu'il n'est pas clair si ces changements résultent en une rémunération plus sensible, ou mieux reliée, à la performance.

#### Études plutôt favorables au SOP :

- Mukhopadhyay et Shivakumar (2020) ont observé les firmes américaines qui ont obtenu un vote défavorable, et ont étudié leurs documents corporatifs entre 2007 et 2016. Ils jugent que l'obligation de tenir un SOP a contribué à augmenter le niveau d'information divulguée en matière de rémunération, ce qui améliore donc, selon les auteurs, la transparence.
- Denis et al. (2019) ont analysé les données de firmes américaines (Russell 3000) entre 2011 et 2013 afin de déterminer l'effet d'un vote défavorable sur la rémunération des PDG des firmes incluses dans les groupes de pairs. Ils ont trouvé que la pratique d'utiliser des groupes de pairs, combinée avec le SOP, contribuent à influencer la rémunération au sein d'un plus grand nombre de firmes qu'initialement espéré, car les conseils réagissent de façon proactive en adaptant la rémunération de leurs dirigeants à la lumière de nouvelles informations produites par une firme incluse dans un groupe de pairs (particulièrement lors d'un vote défavorable). Akhigbe et al. (2019) arrivent à des conclusions similaires avec un échantillon de 157 firmes américaines, entre 2011 et 2015.
- Van der Elst (2016), à l'aide d'une revue de la littérature sur le SOP et d'une analyse des données sur les votes défavorables en Belgique et au Royaume-Uni, conclut que le SOP permet aux actionnaires de faire valoir leur mécontentement au sujet de la rémunération. En cela, l'auteur y voit une incidence positive sur la communication entre les entreprises et leurs actionnaires.
- Conyon (2016) a observé les données de firmes du S&P1500 entre 2010 et 2012. Les résultats montrent que la probabilité d'un vote défavorable est plus élevée chez les firmes où la rémunération des dirigeants est jugée excessive et où la performance de la firme est médiocre. Il observe que la croissance de la rémunération du PDG est plus faible pour les firmes qui ont obtenu un niveau élevé de votes négatifs sur le SOP.



- Kind et al. (2019) ont cherché à mesurer la valeur marchande de l'ajout de nouveaux droits de vote pour les actionnaires, notamment par l'introduction du SOP. Leur échantillon portait sur 409 firmes issues plusieurs juridictions différentes, entre 2002 et 2017. Ils concluent que les actionnaires valorisent la possibilité de s'exprimer sur la rémunération des dirigeants quand celle-ci est jugée excessive. Ils trouvent par ailleurs que les actionnaires semblent valoriser le vote consultatif, mais pas le vote contraignant. Kind et al. (2019) concluent que le SOP est, selon eux, un outil de gouvernance puissant, mais cependant coûteux.
- Correa et LeI (2016) analysent les effets du SOP auprès de 20 300 firmes dans 39 pays différents. Ils ont trouvé que l'adoption d'un règlement exigeant la tenue d'un SOP consultatif contribue à modifier les politiques de rémunération, mais que l'adoption de règlements rendant le SOP contraignant a un effet beaucoup plus faible.
- Schwartz-Ziv et Wermers (2018) ont observé un échantillon de firmes du S&P1500 entre 2011 et 2013. Les auteurs concluent que le SOP constitue une possibilité de monitoring à faible coût pour les plus petits actionnaires.



## RÉFÉRENCES

- Akhigbe, A., M. Frye et A-M. Whyte (2019). *Are There Spillover Effects from Negative Say-on-Pay Votes?*, Organizations & Markets : Motivation & Incentives eJournal.
- Conyon, M. (2016). *Shareholder Dissent on Say-on-Pay and CEO Compensation*, Journal électronique SSRN.
- Correa, R. et U. Lel (2016). *Say on Pay Laws, Executive Compensation, CEO Pay Slice, and Firm Value around the World*, Journal of Financial Economics, vol. 122(3), pages 500-520.
- Crawford, S., K. Nelson et B. Rountree (2020). *Mind the Gap: CEO-Employee Pay Ratios and Shareholder Say-on-Pay Votes*, Journal of Business Finance & Accounting.
- Denis, D., T. Jochem et A. Rajamani (2019). *Shareholder Governance and CEO Compensation: The Peer Effects of Say on Pay*, The Review of Financial Studies, vol. 33(7), pages 3130-3173.
- Ferri, F. et R. Göx (2018). *Executive Compensation, Corporate Governance, and Say on Pay*, Foundations and Trends in Accounting, now publishers, vol. 12(1), pages 1-103.
- Fisch, J., D. Palia et S. Solomon (2018). *Is Say on Pay All About Pay? The Impact of Firm Performance*, Harvard Business Law Review, vol. 8.
- Gerner-Beuerle, C. et T. Kirchmaier (2018). *Say on Pay: Do Shareholders Care?*, European Corporate Governance Institute (ECGI), numéro de série 579/2018.
- Hadley, B. (2017). *Determinants of Disclosures of Alternative Pay Measures and Their Role in Say on Pay Approval*, Managerial Finance, Emerald Group Publishing, vol. 43(2), pages 263-280.
- Kind, A., M. Poltera et J. Zaia (2019). *The Value of Say on Pay*, Corporate Governance & Finance eJournal.
- Knust, L. et D. Oesch (2020). *On the Consequences of Mandatory CEO Pay Ratio Disclosure*, Journal électronique SSRN.
- Lombardi, S. (2017). *Portfolio Incentives and Say-on-Pay*, Journal électronique SSRN.
- Mason, S., A. Medinets et D. Palmon (2017). *Say-on-Pay: Is Anybody Listening?*, Multinational Finance Journal, vol. 20(4), pages 273-322.
- Mukhopadhyay, T. et L. Shivakumar (2020). *Shareholder Voting: A Complementary Mechanism to Mandatory Disclosure Regulation*, Journal électronique SSRN.



- Pawliczek, A. (2018). *Say-on-Pay Voting and CEO Compensation Structure*, Journal électronique SSRN.
- Pietrancosta, A. (2017). *Say on Pay: The New French Legal Regime in Light of the Shareholders' Rights Directive II*, Revue Trimestrielle de Droit Financier, n° 3-2017, pages 105-109.
- Qiu, L. (2019). *Say on Pay and the "Quiet Life" of Boards*, Journal électronique SSRN.
- Schwartz-Ziv, M. et R. Wermers (2018). *Do Institutional Investors Monitor their Large vs. Small Investments Differently? Evidence from the Say-On-Pay Vote*, European Corporate Governance Institute (ECGI), numéro de série 541/2017.
- Stathopoulos, K. et G. Voulgaris (2016A). *The Impact of Investor Horizon on Say-on-Pay Voting*, British Journal of Management, vol. 27(4), pages 796-818.
- Stathopoulos, K. et G. Voulgaris (2016B). *The Importance of Shareholder Activism: The Case of Say-on-Pay*, Corporate Governance : An International Review (Oxford), vol. 24(3), pages 359-370.
- Van der Elst, C. (2016). *Answering the Say for No Pay*, European Corporate Governance Institute (ECGI), numéro de série 325/2016.