

# les affaires

**Yannick Clérouin,**  
chroniqueur

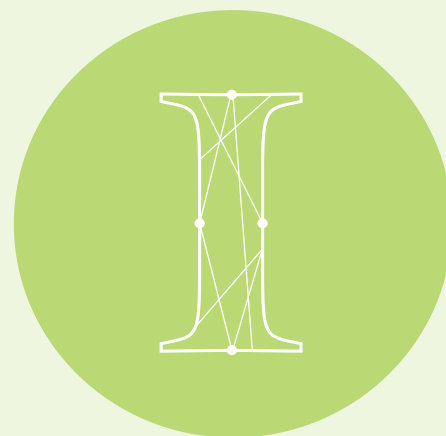


« La Banque Nationale doit confondre les sceptiques » — p. i-9

i-6

**Le potentiel et les risques de jouer le Brésil**

Le Brésil, qui traverse une importante crise politique, reste attrayant pour les investisseurs canadiens.



VAR. 1 SEMAINE  
EN % DU 13/5/2016  
AU 19/5/2016

S&P/TSX **+0,21%**

Indice Québec Morningstar **+0,05%**

Dollar canadien **-1,88%**

Or **-2,58%**

Pétrole (Brent) **+1,52%**



**Pierre-Paul Lassonde**  
Industries Lassonde

## RÉMUNÉRATION:

## GROSSE PAIE,

## PERFORMANCE ...



**Brian McManus**  
Stella-Jones



**Gregory A. Yull**  
Intertape Polymer



**Stéphane Rolland**  
stephane.rolland@tc.tc

Actionnaires, êtes-vous récompensés pour la rémunération « concurrentielle » versée au pdg ? Il semble que leur généreuse rétribution n'influe pas sur vos investissements. En fait, le lien entre la rémunération des pdg et la création de valeur au sein des grandes sociétés qu'ils dirigent est très faible. C'est la conclusion de la troisième édition de notre palmarès mené en collaboration avec les firmes Inovestor et Gestion de portefeuille stratégique Medici.

**François Jean Coutu**  
Gr. Jean Coutu



**Richard Lord**  
Quincaillerie Richelieu



**Marc Dutil**  
Groupe Canam



**Michel Dallaire**  
Cominar



**Lino A. Saputo Jr.**  
Saputo



**Stanley Ma**  
Groupe MTY



**Sophie Brochu**  
Valener



Notre indicateur mesure le rapport entre la performance des 50 capitalisations boursières québécoises les plus importantes au cours des quatre dernières années et la rémunération versée à leur pdg en 2015. Nous mesurons la performance à l'aide de trois composantes: le rendement du capital investi, la croissance du bénéfice par action et la taille de l'entreprise.

La corrélation entre la rémunération des 48 dirigeants de notre échantillon et notre indicateur de performance est de 0,45. En théorie, une corrélation de 1 représenterait un lien parfait. À 0,45, il existe une corrélation, mais elle est très faible.

Lorsqu'on décortique les trois composantes de notre indicateur, la relation de cause à effet paraît encore plus faible, constate François Dauphin, directeur de recherche de l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques (IGOPP). En fait, la corrélation avec le bénéfice par action n'est que de 0,07, et elle n'est que de 0,28 en ce qui concerne le rendement du capital investi. Statistiquement, cela représente un lien très faible. Par contre, la corrélation avec la taille de l'entreprise (ses revenus) est de 0,62. C'est statistiquement significatif.

#### Du pareil au même ?

Qu'il y ait corrélation uniquement avec la taille de l'entreprise est une démonstration de l'effet pervers du « jeu des comparaisons », croit M. Dauphin. « Les spécialistes de la rémunération comparent la rétribution des dirigeants avec celle d'entreprises comparables ou plus

grandes, explique-t-il. Ça nous mène vers une bulle inflationniste sans fin. »

Carl Simard, président et gestionnaire de portefeuille chez Medici, estime pour sa part que les conseils d'administration ne font pas leur travail quand vient le moment d'établir la rémunération des hauts dirigeants. « Presque toutes les sociétés ont des modèles de rémunération déficients », déplore le gestionnaire qui a élaboré notre modèle d'évaluation de la performance des dirigeants. « Parce que tout a été fait sur le même modèle produit par les consultants. Elles ont toutes la même structure complexe. En apparence, le travail semble avoir été bien fait, mais les CA ont abdiqué devant la possibilité d'établir leurs propres critères. »

Les résultats du palmarès permettent de voir cette uniformité, affirme Michel Magnan, professeur à l'École de gestion John-Molson de l'Université Concordia. « En tête de votre palmarès et en queue de peloton, les entreprises se démarquent par rapport à votre indicateur. Lorsqu'on regarde la grande majorité des sociétés au milieu, on ne constate pas de différence significative entre elles en ce qui a trait à l'indicateur de création de valeur. »

#### L'exemple de Stanley Ma

Une fois de plus cette année, Stanley Ma trône au sommet de notre palmarès. Le modèle de rémunération du président et fondateur de Groupe MTY reste dans une classe à part. Pour chaque point de pourcentage de performance de notre indicateur, il coûte 6 322 \$ aux action-

« Presque toutes les entreprises ont des modèles de rémunération déficients. »

— Carl Simard, président et gestionnaire de portefeuille de Medici

naires du franchiseur montréalais. C'est bien meilleur marché que le coût médian de 119 322 \$, qui est 18,9 fois plus élevé. M. Ma reste même à bonne distance de Marc Dutil, de Groupe Canam, qui fait bonne figure au deuxième rang. L'entrepreneur beauceron coûte 20 574 \$ pour chaque point de notre indicateur.

La simplicité du modèle est exemplaire, croit M. Simard. M. Ma a reçu une rémunération de 405 902 \$ en 2015, une diminution de 4,15 % par

rapport à l'an dernier. Cette somme est presque entièrement versée sous forme de salaire, à l'exception d'une allocation de 27 260 \$ pour une voiture de fonction.

M. Dauphin constate que plusieurs entreprises au sommet de notre palmarès sont des sociétés dans lesquelles le fondateur – ou sa famille – détient une participation importante. « Pour ces dirigeants, l'accroissement de la valeur de l'entreprise est une rémunération en soi », poursuit-il.

C'est le cas chez Groupe MTY. M. Ma détient 25,55 % des actions de l'entreprise qu'il a fondée. Ses intérêts sont par le fait même intimement liés à celui des autres actionnaires. D'ailleurs, ses actions lui ont permis de toucher 1,95 M \$ en dividendes en 2015. L'homme d'affaires s'est enrichi davantage grâce à ses dividendes qu'avec sa rémunération.

La bonne performance des entrepreneurs fondateurs montre l'importance de mieux arrimer les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires, croit M. Simard. Il préfère les régimes d'actionariat qui forcent les dirigeants à investir une partie de leur rémunération en actions et à détenir les titres à long terme. À l'opposé, l'octroi d'options d'achat et les bonis annuels contribuent à la gestion à court terme et à la prise de risque, selon lui. « Les options d'achat récompensent les dirigeants en cas de hausse, mais ne leur font pas perdre d'argent en cas de baisse, commente M. Simard. Leurs intérêts ne sont alignés sur ceux des actionnaires que si les choses vont bien. »

## COMMENT

## ÉVALUONS-NOUS

## LA PERFORMANCE

# +7,1%

La rémunération moyenne des dirigeants de notre échantillon a bondi de 7,1 % en 2015.

Notre palmarès évalue la rémunération des pdg des 50 capitalisations boursières québécoises les plus importantes en fonction de la création de valeur enregistrée au sein de leur société. Autrement dit, nous évaluons le rapport qualité-prix des pdg du Québec inc.

À notre demande, la firme Gestion de portefeuille stratégique Medici a conçu un indicateur pour mesurer la création de valeur. Ce dernier comprend trois données: le rendement du capital investi par les actionnaires, la croissance du bénéfice par action au cours des quatre dernières années et la taille des revenus du dernier exercice.

Le rendement des capitaux propres, une donnée clé pour mesurer la création de valeur, pèse pour plus de la moitié de l'indice, soit 70%. Le rendement des capitaux propres se calcule en divisant le bénéfice net par l'avoir des actionnaires.

Un poids de 20 % est accordé à la croissance du bénéfice par action depuis quatre ans. Cette donnée a une influence importante sur le cours de l'action d'une société. Les analystes utilisent d'ailleurs ce ratio pour mesurer la valeur d'une action par rapport à son historique, à un indice ou à un groupe de pairs.

Finalement, nous avons accordé un poids de 10 % à la taille des revenus. Nous avons utilisé

cette donnée pour mesurer la taille des entreprises de notre échantillon. L'idée est de tenir compte du fait que la gestion d'une grande organisation peut ajouter un défi supplémentaire pour son dirigeant.

De son côté, la firme montréalaise Inovestor nous a aidés à compiler les données sur la rémunération des dirigeants et les données financières utilisées par Medici pour construire son indicateur de performance.

Pourquoi avoir choisi la création de valeur plutôt que le rendement boursier? Le rendement en Bourse peut être attribuable à des facteurs externes tels que le contexte général du marché ou la popularité de certains secteurs auprès des stratèges. Ces éléments échappent au contrôle des dirigeants. Cette réflexion est avaisée par Michel Magnan, professeur à l'École de gestion John-Molson de l'Université Concordia, et François Dauphin, directeur de recherche de l'Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.

#### Des limites

Évidemment, aucune méthode n'est parfaite. Michel Magnan pense que ce genre d'exercice personifie trop le travail d'une organisation entière. De plus, il note que des facteurs externes

sur lesquels le pdg n'a aucun contrôle peuvent influencer le rendement du capital investi et la croissance des bénéfices. « Si une entreprise est désavantagée par le prix des ressources naturelles ou avantagée par le taux de change, est-ce que cela reflète vraiment la qualité du travail d'un dirigeant? » demande M. Magnan.

François Dauphin croit lui aussi que le fait de mettre l'accent sur la création de valeur peut désavantager une entreprise mature. Dans ce cas, le travail du dirigeant pourrait être de maintenir d'importants flux de trésorerie stables afin de verser un généreux dividende, dit-il. Les rachats d'actions peuvent aussi contribuer à améliorer le rendement du capital investi, ajoute M. Dauphin. Pourtant, il n'est pas dit que cette répartition du capital soit la meilleure décision à long terme. De plus, le rachat d'actions ne reflète pas nécessairement la valeur ajoutée qu'apporte un dirigeant.

Notre indicateur ne dispense pas d'une analyse qualitative par la suite, répond Carl Simard. Celle-ci doit se faire notamment lorsqu'une entreprise rachète des actions ou verse un dividende. « Il faut évaluer la façon dont une entreprise répartit son capital. Par exemple, racheter des actions est une décision inadéquate si le titre est surévalué. » — S. ROLLAND

### Des inégalités qui se creusent

Encore en 2015, l'écart entre la rétribution des dirigeants et celle du salarié moyen a continué de se creuser. Les pdg de notre échantillon se sont enrichis à un rythme trois fois plus rapide que le salarié québécois moyen, selon les données de Statistique Canada.

La rémunération moyenne des dirigeants de notre échantillon a progressé de 7,1 % en un an. En comparaison, au Québec, la rémunération moyenne n'a progressé que de 2,1 %. En 2015, l'indice des prix à la consommation (IPC) a grimpé de 1,05 %.

Cet écart de croissance accentue encore les inégalités entre dirigeants et travailleurs. À 4,6 M \$, la rémunération moyenne des dirigeants de notre échantillon représente 102 fois la rémunération moyenne des Québécois. L'an dernier, ce ratio était de 97 fois.

# La rémunération des pdg décortiquée

Pdg	Société	Salaire	Actions	Options	Prime	Régime de retraite	Autre	Rémunération totale	Variation, sur un an	Coût pour chaque % de perf. <sup>2</sup>
<b>Stanley Ma</b>	Groupe MTY	378 642 \$	0 \$	0 \$	0 \$	0 \$	27 260 \$	405 902 \$	-4,15 %	6 322 \$
<b>Marc Dutil</b>	Groupe Canam	563 784 \$	111 967 \$	0 \$	261 257 \$	63 300 \$	0 \$	1 000 308 \$	25,13 %	20 574 \$
<b>Brian McManus</b>	Stella-Jones	600 000 \$	0 \$	0 \$	1 000 000 \$	0 \$	12 685 \$	1 612 685 \$	14,72 %	24 357 \$
<b>Gregory A. Yull</b>	Intertape Polymer	543 269 \$	937 022 \$	0 \$	412 500 \$	14 575 \$	41 655 \$	1 949 021 \$	-3,55 %	25 335 \$
<b>Francois Jean Coutu</b>	Groupe Jean Coutu	939 900 \$	0 \$	197 137 \$	1 033 871 \$	307 400 \$	0 \$	2 478 308 \$	8,73 %	27 918 \$
<b>Richard Lord</b>	Quincaillerie Richelieu	640 000 \$	4 160 \$	310 500 \$	960 000 \$	0 \$	101 150 \$	2 015 810 \$	2,46 %	31 297 \$
<b>Pierre-Paul Lassonde</b>	Industries Lassonde	922 488 \$	0 \$	0 \$	952 653 \$	0 \$	24 000 \$	1 899 141 \$	-23,4 %	38 845 \$
<b>Michel Dallaire</b>	Cominar	720 000 \$	212 912 \$	52 290 \$	499 344 \$	0 \$	83 900 \$	1 568 446 \$	-34,12 %	40 248 \$
<b>Lino A. Saputo Jr.</b>	Saputo	1 100 000 \$	0 \$	0 \$	2 162 600 \$	0 \$	0 \$	3 262 600 \$	0,14 %	41 341 \$
<b>Sophie Brochu</b>	Valener	578 259 \$	0 \$	0 \$	241 668 \$	239 300 \$	736 571 \$	1 795 798 \$	-6,64 %	45 429 \$
<b>Eric R. La Flèche</b>	Metro	849 993 \$	513 248 \$	855 039 \$	1 269 675 \$	199 000 \$	4 487 \$	3 691 442 \$	33,05 %	45 658 \$
<b>Pierre Dion</b>	Québecor	1 300 000 \$	0 \$	0 \$	2 167 610 \$	33 700 \$	0 \$	3 501 310 \$	-67,70 %	51 249 \$
<b>Louis Audet</b>	Cogeco Communications	960 000 \$	933 794 \$	320 670 \$	970 200 \$	0 \$	0 \$	3 184 664 \$	-10,82 %	52 233 \$
<b>Louis Audet</b>	Cogeco	960 000 \$	933 794 \$	320 670 \$	970 200 \$	0 \$	0 \$	3 184 664 \$	-10,82 %	52 945 \$
<b>Yvon Charest</b>	Industrielle Alliance	808 839 \$	242 585 \$	458 240 \$	641 189 \$	597 000 \$	0 \$	2 747 853 \$	-21,85 %	55 783 \$
<b>Larry Rossy</b>	Dollarama	813 540 \$	0 \$	1 393 000 \$	2 979 997 \$	0 \$	0 \$	5 186 537 \$	71,66 %	57 989 \$
<b>Paul Desmarais, Jr.</b>	Power Corporation du Canada	575 000 \$	50 000 \$	2 130 345 \$	1 000 000 \$	-9 750 \$	161 257 \$	3 906 852 \$	22,13 %	62 640 \$
<b>Patrick Lemaire</b>	Boral	398 920 \$	0 \$	90 645 \$	626 500 \$	57 281 \$	30 000 \$	1 203 346 \$	-1,06 %	65 328 \$
<b>Matthew Manson</b>	Stornoway	430 551 \$	0 \$	375 844 \$	322 500 \$	0 \$	16 678 \$	1 145 573 \$	0 %	65 913 \$
<b>Pierre Shoiry<sup>3</sup></b>	WSP Global	973 750 \$	1 282 801 \$	855 032 \$	714 400 \$	0 \$	149 347 \$	3 975 330 \$	5,56 %	82 579 \$
<b>Marc Parent</b>	CAE	860 000 \$	1 806 112 \$	691 600 \$	913 750 \$	293 000 \$	148 392 \$	4 712 854 \$	4,94 %	90 510 \$
<b>Louis Vachon</b>	Banque Nationale	1 125 015 \$	3 375 000 \$	1 687 502 \$	1 636 875 \$	-1 273 000 \$	3 761 \$	6 555 153 \$	-35,40 %	92 955 \$
<b>Benoit Desormeaux</b>	SEMAFO	451 750 \$	1 001 251 \$	0 \$	576 320 \$	0 \$	0 \$	2 029 321 \$	2,31 %	97 470 \$
<b>Claude Mongeau</b>	Canadien National	1 374 603 \$	4 108 718 \$	2 705 600 \$	1 657 885 \$	132 000 \$	98 298 \$	10 077 104 \$	7,87 %	117 230 \$
<b>Alain Bédard</b>	TransForce	1 315 000 \$	1 294 465 \$	1 295 866 \$	2 630 000 \$	1 170 900 \$	114 371 \$	7 820 602 \$	15,56 %	121 250 \$
<b>Glenn J. Chamandy</b>	Gildan	1 277 692 \$	3 558 328 \$	3 558 779 \$	647 446 \$	64 846 \$	165 084 \$	9 272 175 \$	112,21 %	128 016 \$
<b>Robert Card<sup>3</sup></b>	SNC-Lavalin	931 041 \$	270 575 \$	0 \$	777 880 \$	0 \$	8 633 452 \$	10 612 948 \$	113,87 %	130 348 \$
<b>Jean-Guy Desjardins</b>	Fiera Capital	650 000 \$	2 400 000 \$	1 070 498 \$	1 558 131 \$	18 955 \$	54 921 \$	5 720 000 \$	0 %	130 743 \$
<b>Michael E. Roach</b>	Groupe CGI	1 333 000 \$	7 520 700 \$	0 \$	0 \$	0 \$	180 013 \$	9 033 713 \$	4,49 %	130 753 \$
<b>John D. Williams</b>	Domtar	1 213 800 \$	3 096 336 \$	365 469 \$	0 \$	481 839 \$	2 043 769 \$	7 201 213 \$	2,84 %	130 860 \$
<b>David Baazov</b>	Amaya	583 333 \$	0 \$	56 514 \$	0 \$	0 \$	0 \$	639 847 \$	61,58 %	136 428 \$
<b>Francois Olivier</b>	Transcontinental	1 012 948 \$	2 116 371 \$	0 \$	3 120 026 \$	253 471 \$	75 813 \$	6 578 629 \$	11,01 %	139 201 \$
<b>George A. Cope</b>	BCE	1 400 000 \$	4 406 250 \$	1 468 750 \$	3 389 400 \$	710 525 \$	170 074 \$	11 544 999 \$	0,56 %	146 492 \$
<b>Brían Hannasch</b>	Alimentation Couche-Tard	1 356 260 \$	2 388 756 \$	6 437 480 \$	1 255 947 \$	2 020 013 \$	1 356 260 \$	14 814 716 \$	222,22 %	169 408 \$
<b>Jeffrey Orr</b>	Corporation Financière Power	4 341 000 \$	2 302 179 \$	2 164 623 \$	0 \$	2 400 000 \$	466 500 \$	11 674 302 \$	9,94 %	187 419 \$
<b>Réjean Robitaille<sup>3</sup></b>	Banque Laurentienne	598 361 \$	1 800 000 \$	0 \$	600 000 \$	207 000 \$	6 532 718 \$	9 738 079 \$	121,77 %	232 968 \$
<b>Calin Rovinescu</b>	Air Canada	1 400 000 \$	1 560 045 \$	740 813 \$	2 970 006 \$	517 000 \$	0 \$	7 187 864 \$	-10,15 %	252 294 \$
<b>Martin Schwartz</b>	Industries Dorel	938 375 \$	319 795 \$	236 266 \$	938 371 \$	0 \$	50 520 \$	2 483 327 \$	10,90 %	283 162 \$
<b>Sean Roosen</b>	Redevances aurifères Osisko	475 000 \$	500 000 \$	500 071 \$	655 000 \$	0 \$	0 \$	2 130 071 \$	-18,92 %	286 300 \$
<b>Henry L. Buckley</b>	Uni-Sélect	608 191 \$	273 202 \$	372 997 \$	637 472 \$	58 861 \$	99 600 \$	2 050 323 \$	12,36 %	288 778 \$
<b>Mario Plourde</b>	Cascades	671 000 \$	620 996 \$	166 194 \$	1 210 801 \$	130 510 \$	0 \$	2 799 501 \$	20,32 %	364 518 \$
<b>José Boisjoli</b>	BRP	957 375 \$	0 \$	3 198 064 \$	1 085 424 \$	340 000 \$	0 \$	5 580 863 \$	6,82 %	455 581 \$
<b>Alain Bellemare</b>	Bombardier	864 300 \$	655 200 \$	3 082 500 \$	1 210 000 \$	19 900 \$	594 100 \$	6 426 000 \$	24,59 %	461 638 \$
<b>Rupert Duschene</b>	Aimia	938 077 \$	1 139 996 \$	758 241 \$	616 879 \$	132 077 \$	241 566 \$	3 826 836 \$	-32,30 %	510 926 \$
<b>Julien Billot</b>	Pages Jaunes	825 000 \$	1 155 000 \$	468 097 \$	825 000 \$	61 875 \$	0 \$	3 334 972 \$	-14,86 %	534 451 \$
<b>Richard Garneau</b>	Produits forestiers Résolu	980 905 \$	2 245 004 \$	0 \$	0 \$	0 \$	484 522 \$	3 710 431 \$	6,64 %	623 602 \$
<b>Michel Letellier</b>	Innergex énergie renouvelable	503 500 \$	321 694 \$	0 \$	638 514 \$	0 \$	12 465 \$	1 476 173 \$	23,69 %	768 840 \$
<b>Pierre Laurin</b>	ProMetic	539 195 \$	613 492 \$	476 673 \$	439 425 \$	0 \$	81 121 \$	2 149 906 \$	-31,56 %	3 412 549 \$
<b>Moyenne</b>								4 602 031 \$		
<b>Médiane</b>								3 418 141 \$		

1. Nous avons exclu Logistec et Groupe BMTC de notre palmarès, car les données n'étaient pas disponibles au moment de faire la compilation. Nous avons également exclu Rona en raison de son acquisition par Lowe's. Nous avons aussi exclu Valeant, car la société révisait ses résultats.

2. Notre unité de mesure à partir de l'indicateur élaboré par Medici.

3. Même si Pierre Shoiry (WSP Global), Réjean Robitaille (Banque Laurentienne) et Robert Card (SNC-Lavalin) ont quitté l'entreprise en 2015, nous avons décidé d'évaluer leur rémunération, car ils étaient en poste la majorité de l'année.