

Assurances et gestion des risques Insurance and Risk Management

Gestion des risques et gouvernance d'entreprise

Danielle Blanchard and Georges Dionne

Volume 71, Number 3, 2003

URI: <https://id.erudit.org/iderudit/1092694ar>

DOI: <https://doi.org/10.7202/1092694ar>

[See table of contents](#)

Publisher(s)

Faculté des sciences de l'administration, Université Laval

ISSN

1705-7299 (print)

2371-4913 (digital)

[Explore this journal](#)

Cite this article

Blanchard, D. & Dionne, G. (2003). Gestion des risques et gouvernance d'entreprise. *Assurances et gestion des risques / Insurance and Risk Management*, 71(3), 397–406. <https://doi.org/10.7202/1092694ar>

Article abstract

We take up the question of potential conflicts between the objectives of risk management policies and those connected with maximization of the firm's value. This question is a timely one, since many firms have special committees devoted to the evaluation and management of risks—banks and insurance companies in particular. In the wake of the Enron affair, various proposals have been formulated regarding the composition of the different committees set up by boards of directors. In the financial literature, it is now a widely accepted fact that risk management issues can give rise to conflicts of interest between heads of firms and shareholders, notably when executives are remunerated in stock options. In our opinion, the board's evaluation and risk management committee must be composed only of independent directors who hold no options to purchase the firm's shares.

Gestion des risques et gouvernance d'entreprise

par Danielle Blanchard et Georges Dionne

RÉSUMÉ

Nous abordons la relation de conflits potentiels entre les objectifs de la politique de gestion des risques et celui de maximisation de la valeur des entreprises. Cette question est pertinente, car beaucoup d'entreprises ont des comités spécifiques dédiés à l'évaluation et à la gestion des risques, en particulier les banques et les compagnies d'assurances. Suite à l'affaire Enron, différentes propositions ont été formulées au sujet de la composition des différents comités au sein des conseils d'administration. Il est maintenant bien connu, dans la littérature financière, que des conflits d'intérêts peuvent se développer entre les dirigeants des entreprises et les actionnaires au sujet de la gestion des risques, notamment lorsque les dirigeants sont rémunérés par des options d'achat d'actions de l'entreprise. Nous sommes d'avis que la composition du comité d'évaluation et de gestion des risques du conseil d'administration doit être réservée à des administrateurs indépendants ne détenant pas d'options d'achat d'actions de l'entreprise.

Mots clés : Gouvernance, gestion des risques, option d'achat d'actions, conseil d'administration, Enron, administrateur indépendant.

ABSTRACT

We take up the question of potential conflicts between the objectives of risk management policies and those connected with maximization of the firm's value. This question is a timely one, since many firms have special committees devoted to the

Les auteurs :

Danielle Blanchard, CGA, est consultante en capital-risque et Georges Dionne, PhD, est titulaire de la Chaire de gestion des risques de HEC Montréal et membre de la Chaire d'économie de l'assurance de l'Université Paris X-Nanterre. Claire Boisvert a beaucoup amélioré la présentation de ce texte. Nous la remercions.

Texte présenté à l'atelier « Remise en question de la gouvernance au sein des entreprises : oui mais encore » organisé par M. Marc Renaud, président du Conseil de recherches en sciences humaines du Canada, dans le cadre de La Conférence de Montréal, le 7 mai 2003.

evaluation and management of risks—banks and insurance companies in particular. In the wake of the Enron affair, various proposals have been formulated regarding the composition of the different committees set up by boards of directors. In the financial literature, it is now a widely accepted fact that risk management issues can give rise to conflicts of interest between heads of firms and shareholders, notably when executives are remunerated in stock options. In our opinion, the board's evaluation and risk management committee must be composed only of independent directors who hold no options to purchase the firm's shares.

Keywords: Governance, risk management, stock options, board of directors, Enron, independent director.

■ INTRODUCTION

Nous abordons la relation de conflits potentiels entre les objectifs de la politique de gestion des risques et celui de maximisation de la valeur des entreprises (ou de la valeur de l'avoir des actionnaires). Un conflit potentiel touche la question de la gouvernance des entreprises, puisque que c'est le conseil d'administration qui devrait approuver les objectifs de la politique de gestion des risques d'une entreprise et surveiller les moyens utilisés pour les atteindre. Entre autres, nous nous demandons si la composition du comité de gestion des risques (ou d'évaluation des risques dans certaines entreprises) des conseils d'administration ne devrait pas être réservée à des administrateurs indépendants de l'entreprise, comme pour d'autres comités, selon les nouvelles règles discutées ou déjà mises en application aux États-Unis à la suite de l'affaire Enron.

Cette question est pertinente, car beaucoup d'entreprises ont des comités spécifiques d'évaluation et de gestion des risques, en particulier les banques et les compagnies d'assurances. Cependant, comme nous le verrons plus bas, la plupart des documents qui proposent des nouvelles règles de gouvernance se limitent à ne réglementer que le comité d'audit pour tout ce qui concerne l'évaluation et la gestion des risques. C'est sous-évaluer l'importance des risques dans beaucoup de secteurs d'activités et les conflits de gouvernance pouvant être associés à leur gestion. De plus, il n'est pas évident que les exigences relatives aux compétences des membres des deux comités soient les mêmes.

■ ENRON ET LA GOUVERNANCE DES ENTREPRISES

Le rôle principal du conseil d'administration est de représenter les intérêts des actionnaires. Son but est de maximiser la valeur de l'entreprise ou celle des actions de l'entreprise. Tout en surveillant leurs activités, il voit au recrutement et à la rémunération des principaux dirigeants. Ainsi, les rôles des comités de rémunération et d'audit reçoivent-ils une attention particulière depuis 2001. La composition du conseil et celle de ses comités fait également l'objet de nombreuses discussions, car une présence importante de membres non indépendants au sein du conseil ou de ses comités peut affecter leur mode de fonctionnement.

Nous avons choisi de discuter du cas Enron, mais les mêmes conclusions auraient pu être obtenues d'autres cas, comme celui de WorldCom. Le cas Enron a soulevé de nombreuses questions au sujet de la gouvernance des entreprises, que l'on peut définir comme un système de contrôle permettant de réduire les conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants ou gestionnaires. La manipulation de l'information par les dirigeants a notamment été un élément important dans l'évolution des événements précédant la faillite de Enron en décembre 2001. Enron a utilisé plusieurs outils de gestion des risques, dont les produits dérivés. Elle a même été un intermédiaire important dans les transactions de ces produits.

Il est généralement difficile d'évaluer le risque total d'une entreprise, même pour des spécialistes, particulièrement lorsque les états financiers utilisent les valeurs de marché (*mark-to-market*) plutôt que les valeurs historiques. Il semble que le marché du capital dans son ensemble ait été incapable d'identifier les nombreux signaux qui auraient permis d'observer les problèmes de gestion ou de divulgation de l'information durant plusieurs mois précédant la faillite, ou même d'anticiper les difficultés financières de Enron.

Plusieurs blâmes ont été adressés à l'endroit d'Arthur Andersen, qui se retrouvait en situation de conflit d'intérêts, assumant à la fois le rôle de responsable de l'audit externe de Enron, tout en réalisant des mandats de consultation pour l'entreprise. Pour tenter de pallier à ce genre de situation, le Congrès des États-Unis, via la Loi Sarbanes-Oxley de 2002, a, entre autres, créé le *Public Company Accounting Oversight Board* (PCAOB), dont l'un des rôles est d'enregistrer les firmes d'audit externes et d'établir des standards d'audit, de contrôle de la qualité, d'éthique et d'indépendance de ces firmes.

Mais selon l'avis de plusieurs observateurs (Healy et Palepu, 2003, par exemple), le conseil d'administration de Enron a également failli dans son rôle de protection des actionnaires et contribué à la banqueroute de l'entreprise. Plusieurs membres du conseil détenaient des informations sur les pratiques de gestion de Enron —compensations excessives des dirigeants et de certains membres du conseil et divulgation de fausses statistiques sur le potentiel de croissance de l'entreprise pour augmenter la valeur des actions et des options— mais ont choisi de les ignorer ou de ne pas les transmettre aux actionnaires.

Les dirigeants de Enron étaient en grande partie rémunérés par un système de compensation basé sur des options d'achat d'actions de l'entreprise. Par exemple, le CEO de Enron a reçu plus de 140 millions de dollars en compensation en 2000, alors que son salaire de base était quelque peu supérieur à un million (Demski, 2003). Cette forme de rémunération aurait été un important facteur de distorsion dans le comportement des gestionnaires. En effet, les valeurs de marché des actions sont très influencées par les revenus futurs anticipés. Or, les dirigeants ont manipulé les rapports sur les revenus pour influencer les valeurs des actions. Ils ont également exagéré les valeurs des actifs et sous-évalué celles des dettes.

Des chercheurs ont récemment montré, à l'aide de données provenant de 31 pays, que les manipulations des revenus par les gestionnaires sont positivement corrélées avec les bénéfices qu'ils en retirent (sur la manipulation des revenus par les entreprises voir Lev, 2003, et les références de l'article). Les spécialistes sont étonnés de constater à quel point le comité de rémunération des hauts dirigeants de Enron a été silencieux au sujet des manipulations de données de ceux-ci. Ces administrateurs étaient-ils vraiment incompetents ? Plusieurs étaient-ils eux-mêmes en conflit d'intérêts, étant rémunérés par des options d'achat d'actions, ou avaient-ils des intérêts dans d'autres entreprises en relation d'affaires avec Enron ?

Il est évident que le cas Enron ne remet pas en cause uniquement la relation d'agence entre les dirigeants et leurs actionnaires via les administrateurs. Comme déjà mentionné, l'entreprise responsable de l'audit externe a été mise en cause, de même que le comité d'audit interne. Mais il est possible que les analystes financiers et les courtiers n'aient pas tous été indépendants, de même que des consultants, des banquiers, des avocats, des investisseurs, sans oublier la réglementation, qui a pu elle-même introduire des distorsions. Comme le souligne Demski (2003), un cadre d'analyse général faisant intervenir tous ces joueurs devrait être utilisé pour évaluer plus justement la situation. Ce cadre n'existe pas, et nous sommes d'avis

que les distorsions entraînées par le fonctionnement du conseil sont suffisamment importantes pour que des mécanismes fondés sur une analyse, même partielle, doivent être mis en place le plus rapidement possible. En fait, les Américains ont réagi rapidement.

■ NOUVELLES RÈGLES DE GOUVERNANCE

Depuis la faillite de Enron en décembre 2001, plusieurs règles de gouvernance sont discutées et même appliquées aux États-Unis (*New York Stock Exchange*, par exemple).

La Loi Sarbanes-Oxley (SOX), signée le 30 juillet 2002 par le président des États-Unis, amende le *Securities and Exchange Act* de 1934 et enjoint la *Securities and Exchange Commission* (SEC) de faire respecter les amendements et de promulguer des règlements et contrôles visant à protéger le public et les investisseurs dans le sens de la nouvelle loi. Cette loi a aussi créé le PCAOB, défini plus haut, qui relève également de la SEC. Cette dernière étudie actuellement diverses recommandations soumises par le public, divers organismes et associations, dont le NYSE et le NASDAQ, pour établir de nouveaux règlements. Dans ce sens, la SEC a réglementé les exigences minimales concernant le comité d'audit, qui doit être composé exclusivement de membres du conseil qui soient indépendants. La SEC et le Contrôleur général des États-Unis poursuivent également les études pour apporter, tel qu'exigé par la SOX, un nouvel éclairage et d'autres modifications aux standards requis pour être listé en bourse.

Le 13 février 2002, la SEC a demandé au *New York Stock Exchange* (NYSE) de réviser sa politique en ce qui a trait aux standards et exigences de gouvernance des entreprises listées sur cette bourse. Le 1^{er} août 2002, le conseil du NYSE a approuvé, entre autres, les mesures suivantes :

1. Les conseils d'administration doivent être majoritairement composés d'administrateurs indépendants;
2. Le comité de nomination/gouvernance et celui de rémunération doivent être entièrement composés d'administrateurs indépendants;
3. Chaque entreprise listée doit compter un minimum de trois personnes sur son comité d'audit, composé exclusivement d'administrateurs indépendants;
4. Chaque entreprise listée doit avoir une fonction d'audit interne;

5. Les entreprises listées doivent adopter des règles standards minimales et divulguer des directives concernant la gouvernance de l'entreprise.

La notion d'indépendance est technique et longue à définir. Pour des raisons d'espace, elle ne sera pas reprise ici. Nous suggérons au lecteur la référence NYSE 2003 de la bibliographie. Par contre, rien n'y est spécifié au sujet du comité d'évaluation et de gestion des risques, sauf que le comité d'audit doit discuter des politiques d'évaluation et de gestion des risques. Nous interprétons ici le sens de la politique de contrôle de l'évaluation et de gestion des risques telle qu'elle est perçue par différents intervenants, dont le NYSE.

Selon cette interprétation, la gestion des risques incombe à la direction de l'entreprise. Celle-ci doit évaluer et gérer l'exposition de l'entreprise aux différents risques. Le comité d'audit doit discuter des politiques et directives régissant le processus d'évaluation des principaux risques auxquels l'entreprise est exposée et des mesures prises pour suivre et contrôler ces expositions.

Plusieurs entreprises, particulièrement les entreprises financières, approuvent et surveillent leurs risques au moyen de mécanismes autres que celui du comité d'audit, soit, par exemple, au moyen de comités d'évaluation et de gestion des risques. Dans ces cas, le comité d'audit n'est pas requis d'être la seule entité responsable de l'évaluation et de la gestion des risques, mais se doit de discuter du processus d'évaluation et de gestion des risques de l'entreprise. En d'autres termes, les processus que ces entreprises ont mis en place doivent être révisés, de façon générale, par le comité d'audit, mais n'ont pas à être remplacés par ce dernier.

■ LA GESTION DES RISQUES ET LA GOUVERNANCE

Les instruments d'évaluation et de gestion des risques sont difficiles à utiliser et à surveiller. Leur compréhension exige souvent de bonnes connaissances en mathématiques et en statistiques. Conséquemment, il n'est pas clair que des membres des comités d'audit n'ayant pas de formation spécialisée puissent bien surveiller les enjeux de couverture et même de spéculation qui leur sont présentés, souvent de façon rapide et très sommaire. Par exemple, à la réunion du comité d'audit de Enron du 12 février 2001, neuf points importants étaient à l'ordre du jour, dont deux reliés à l'évaluation et

à la gestion des risques. La réunion n'a duré que quatre-vingt-cinq minutes! Même si ce comité était composé de sommités en gestion et en enseignement universitaire (la liste des points discutés et des membres du comité est dans Healy et Palepu, 2003), il est peu probable que tous ces sujets aient été approfondis, en particulier ceux reliés à des transactions qui auraient pu leur paraître douteuses ou causant des conflits d'intérêts.

Il est maintenant bien connu que des conflits d'intérêts peuvent surgir entre les dirigeants des entreprises et les actionnaires au sujet de la gestion des risques, notamment lorsque les dirigeants sont rémunérés par des options d'achat d'actions de l'entreprise (Smith et Stulz, 1985).

Prenons l'exemple de la gestion des risques des mines d'or, étudié en détail depuis plusieurs années (Tufano, 1996; Dionne et Garand, 2003). La principale variable aléatoire reliée aux risques financiers de l'entreprise est le prix de vente d'une once d'or. Les trois principales questions que se posent continuellement les dirigeants des entreprises minières sont les suivantes :

- Doit-on couvrir le prix de vente contre les fluctuations futures ?
- Si oui, dans quelles proportions ?
- Et avec quels instruments ?

Il est maintenant bien établi que le but principal de la gestion des risques est de maximiser la valeur de l'entreprise ou des actions de l'entreprise. Mais la gestion des risques peut également servir à maximiser le bien-être des dirigeants et ce second objectif peut être en conflit avec le premier, surtout lorsque ces dirigeants sont rémunérés de façon significative par des options d'achat d'actions de l'entreprise. Ce type de conflit peut entraîner des problèmes de gouvernance. En effet, Tufano (1996) a vérifié, dans l'industrie des producteurs d'or en Amérique du Nord, que les dirigeants rémunérés par des options sur actions des entreprises entreprennent moins d'activités de gestion des risques que ceux qui ne le sont pas (voir également Dionne et Triki, 2003, qui ont obtenu des résultats similaires avec une mise à jour des données et différentes spécifications économétriques, ainsi que Rodgers, 2002, pour une même conclusion avec une autre base de données).

Ce résultat s'explique par le fait que la valeur des options des dirigeants augmente avec la volatilité des actions ou avec la volatilité de la valeur de la firme. Même si les gestionnaires sont riscophobes (ont de l'aversion au risque) en fonction du risque de leur richesse personnelle, ils ont des préférences convexes (sont riscophiles) en

fonction de la valeur de l'entreprise, lorsqu'ils détiennent des options de l'entreprise qu'ils dirigent. C'est ce qui explique leurs décisions d'entreprendre moins d'activités de gestion des risques, car celles-ci diminueraient la volatilité de la valeur de la firme et réduiraient la valeur de leurs options. En présence d'asymétrie d'information entre les dirigeants et les actionnaires, nous pouvons donc obtenir une relation négative entre la valeur des actions et leur volatilité, ce qui constitue un résultat inhabituel.

Un contre-argument théorique a récemment été présenté dans la littérature par Carpenter (2000). Selon l'auteur, la détention d'options entraîne deux conséquences sur la richesse des dirigeants. Le premier est celui exposé plus haut, à l'effet que la richesse des individus augmente avec la volatilité des options parce que la valeur de celles-ci augmente. Le deuxième argument est que la valeur du portefeuille d'options devient moins importante lorsque la valeur des actions baisse parce que la probabilité d'exercer les options diminue. Nous avons donc une relation d'arbitrage théorique, mais les résultats empiriques mentionnés plus haut semblent confirmer la dominance de la convexité des préférences des gestionnaires et la source de conflit d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires.

Ce genre de résultat remet en cause la composition du comité de gestion ou d'évaluation des risques des conseils d'administration, puisque plusieurs administrateurs peuvent également posséder des options d'achat d'actions des entreprises desquelles ils font partie du conseil. À notre avis, le comité d'évaluation et de gestion des risques devrait être également composé d'administrateurs indépendants et, surtout, d'administrateurs ne possédant pas d'options sur les actions des entreprises! Il n'est pas évident que la simple réglementation de la composition du comité d'audit soit suffisante pour limiter les conflits potentiels reliés à l'évaluation et la gestion des risques, particulièrement pour les entreprises qui ont des comités dévolus à ces tâches.

Cette question est importante, car la politique générale de gestion des risques doit être approuvée et surveillée par le conseil d'administration. De plus, d'autres études démontrent que les entreprises se couvrant le plus contre les risques sont celles qui ont le plus grand nombre d'administrateurs externes sur leur conseil (Borokhorich et al., 2001); par contre, ces auteurs n'ont pas vérifié si ces administrateurs étaient indépendants.

■ CONCLUSION

Nous avons vu que la composition des conseils d'administration influence la politique de gestion des risques des entreprises. Plus les conseils sont composés d'administrateurs externes, plus les entreprises entreprennent des activités de couverture des risques.

Nous avons aussi documenté que des conflits d'intérêts pouvaient se développer entre les actionnaires et les dirigeants sur la politique de gestion des risques lorsque les dirigeants sont rémunérés par des options d'achat d'actions des entreprises. Certains ont suggéré de tout simplement éliminer les rémunérations par options d'achat d'actions, mais il n'est pas garanti que les entreprises en croissance feront ce choix à court terme, même si Microsoft a récemment décidé d'abolir son programme de rémunération des gestionnaires par options d'achat d'actions (*The Economist*, 13 juillet 2003; voir aussi Hall et Murphy, 2003).

Ces différents constats nous portent à conclure que les entreprises voulant maintenir leur politique de rémunération de leurs dirigeants par des options d'achat d'actions doivent veiller à ce que la composition du comité de gestion ou d'évaluation des risques du conseil d'administration soit réservée à des administrateurs indépendants ne détenant pas d'options d'achat d'actions de l'entreprise.

Cette conclusion affecte les assureurs de deux façons. D'une part, les assureurs ont des activités de gestion des risques et prennent des décisions de réassurance et, d'autre part, certains de leurs clients sont des entreprises demandant de l'assurance pour couvrir différents risques, une activité qui fait partie de leur politique de gestion intégrée des risques.

□ Références

- Borokhovich, K.A., Brunarski, K.R., Crutchley, C.E. et Simkins, B.J. (2001) « Board Composition and Corporate Investment in Interest Rate Derivatives », Working Paper, Oklahoma State University.
- Carpenter, J.N. (2000) « Does Option Compensation Increase Managerial Risk Appetite? », *The Journal of Finance* 55, 5, 2311-2332.
- Demski, J.S. (2003) « Corporate Conflicts of Interest », *The Journal of Economic Perspectives* 17, 51-72.
- Dionne, G. et Garand, M. (2003) « Risk Management Determinants Affecting Firms' Values in the Gold Mining Industry: New Empirical Evidence », *Economics Letters* 79, 1, 43-52.
- Dionne, G. et Triki, T. (2003) « On Risk Management Determinants: What Does Really Work? » mimeo, Chaire de gestion des risques, HEC Montréal.

- Graham, J.R. et Smith, C.W. (1999) « Tax Incentives to Hedge », *The Journal of Finance* 54, 6, 2241-2262.
- Hall, B.J. et Murphy, K.J., « The Trouble with Stock Options », *The Journal of Economic Perspectives* (à paraître).
- Healy, P.M. et Palepu, K.G. (2003) « The Fall of Enron », *The Journal of Economic Perspectives* 17, 3-26.
- Lev, B. (2003) « Corporate Earnings: Fact and Fiction », *The Journal of Economic Perspectives* 17, 27-50.
- NYSE, « Amendment no.1 to the NYSE's Corporate Governance Rule Proposals » <http://www.nyse.com/listed>.
- Rogers, D.A., (2002) « Does Executive Portfolio Structure Affect Risk Management? CEO Risk-taking Incentives and Corporate Derivatives Usage », *Journal of Banking & Finance* 26, 2, 271-295.
- Smith, C.W. et Stulz, R.M., (1985) « The Determinants of Firms' Hedging Policies », *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 4, 391-405.
- Tufano, P. (1996) « Who Manages Risk? An Empirical Examination of Risk Management Practices in the Gold Mining Industry », *The Journal of Finance* 51, 4, 1097-1137.