

Systemes de gouvernance, actionnaires dominants et performance future des entreprises*

Paul ANDRÉ

University of Edinburgh

Eduardo SCHIEHL

HEC Montréal

Classification JEL : G32, G34

Correspondance :

School of Management – University of Edinburgh
50 George Square – William Robertson Building
Edinburgh UK EH8 9JY
E-mail : paul.andre@ed.ac.uk

Résumé : La structure de propriété au Canada est fortement concentrée. Les résultats univariés de cette étude révèlent une relation positive entre la performance et d'une part, la proportion d'administrateurs indépendants, d'autre part, l'importance de la rémunération incitative du PDG. Ceux de l'analyse multivariée indiquent une relation négative entre la performance et le niveau de propriété du dirigeant et de l'actionnaire dominant, s'il est simultanément dirigeant.

Mots clés : gouvernance – performance de la firme – actionnaire dominant – dirigeants – rémunération – conseil d'administration.

Abstract : Contrary to the US, ownership in Canada is concentrated in the hands of large shareholders which often are also managers of the firm. Univariate results show a positive relationship between performance and both outsiders on the board and the level of CEO incentive compensation. Multivariate results show a negative relationship between performance and both CEO and large shareholder ownership only in the case where large shareholders are also managers.

Key words : corporate governance – firm performance – large shareholders – executive compensation – board characteristics.

* Cet article a été rédigé grâce au soutien financier de l'Alliance de recherche en gouvernance et juricomptabilité subventionnée dans le cadre du programme de recherche sur la nouvelle économie du Conseil de recherches en sciences humaines du Canada (CRSH), que nous remercions. Nous remercions également les participants au 2^e Colloque international de l'Alliance de recherche en gouvernance et juricomptabilité, Mons, mai 2003 ainsi que les évaluateurs pour leurs précieux commentaires.

Une attention considérable a été accordée dans les ouvrages universitaires et dans la presse d'affaires à l'impact de la structure de gouvernance sur la performance des entreprises. Les investisseurs associent des mécanismes spécifiques de gouvernance, telles la structure de propriété, la composition du conseil d'administration et la rémunération des dirigeants, à une utilisation optimale des ressources de l'entreprise et à une réduction des coûts d'agence pouvant améliorer la valeur de l'entreprise. Les investisseurs perçoivent également une gouvernance efficace comme moyen de réduire le risque d'investissement, puisqu'ils croient qu'elle peut diminuer la probabilité d'événements malencontreux (Buchholtz et *al.* 1998 ; Conyon et Peck 1998). Un grand pan de la littérature suggère une association entre les systèmes de gouvernance et la performance des entreprises mais la recherche empirique sur cette association, cependant, n'a pas fourni de résultats concluants (*cf.* Agrawal et Knoeber 1996 ; Barnhart et Rosenstein 1998 ; Core et *al.* 1999 ; Coles et *al.* 2001). Par conséquent, l'association entre mécanismes de gouvernance et performance des entreprises demeure une question empirique.

Le but de cette étude est de réexaminer l'association entre les différents mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises dans un contexte dominé par une structure d'actionariat concentrée. La présence d'actionnaires dominants aussi bien que de propriétaires familiaux est plus grande au Canada qu'aux États-Unis (Daniels et Halpern 1996 ; Morck 1996 ; Bushee 1998). Cela fournit également l'occasion d'examiner la relation entre la configuration des mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises en présence d'actionnaires dominants dirigeants et non-dirigeants. Nous définissons un actionnaire dominant+dirigeant ainsi : tout actionnaire individuel, industriel ou familial possédant plus de 10 % des actions avec droit de vote qui fait partie de l'équipe dirigeante¹. Un actionnaire dominant+non dirigeant est tout actionnaire individuel, industriel, familial ou personnel possédant plus de 10 % des actions avec droit de vote qui ne participe pas à la gestion de la société. Beaucoup, dont la presse financière canadienne, ont exprimé l'opinion que « les entreprises familiales sont parmi les moins performantes en matière de

¹ Les lois sur les valeurs mobilières au Canada exigent la divulgation dans la circulaire annuelle de la direction de l'identité de tout actionnaire possédant plus de 10 % des actions en circulation d'une société.

gouvernance » (Nguyen 2002, p. B7). Il existe, toutefois, peu d'études. Parc et *al.* (2000) démontrent que les sociétés avec actionnaire dominant ont une approche différente quant à la structure de rémunération des dirigeants au Canada. Gagnon et St-Pierre (1995) relèvent une association positive entre la présence d'administrateurs indépendants et le taux de rentabilité des capitaux des sociétés canadiennes, mais dans les cas des structures d'actionariat dispersées. Notre enquête examine également si l'association entre un mécanisme de gouvernance et la performance de l'entreprise est affectée par la présence de mécanismes alternatifs. Cela revient à aborder la question de l'interdépendance des différents mécanismes de gouvernance. Ainsi, différentes configurations de mécanismes de gouvernance peuvent avoir un impact semblable sur la performance des entreprises². Par conséquent, nous explorons des associations univariées et multivariées entre diverses caractéristiques de gouvernance et la performance future telle qu'elle est mesurée par le Q de Tobin. Les mécanismes de gouvernance examinés sont le conseil d'administration (composition, taille, séparation), le niveau de propriété du CEO³, l'importance relative de la rémunération incitative du CEO et la présence d'un actionnaire dominant ainsi que le type d'actionnaire dominant. L'étude se divise ainsi : dans la première section, nous présentons le cadre théorique employé pour examiner l'association entre la structure de gouvernance et la performance des entreprises ; dans la section deux, nous décrivons les mesures de gouvernance et de performance utilisées ainsi que notre échantillon ; dans la section trois, nous rapportons et analysons les résultats empiriques. Pour terminer, nous concluons et proposons quelques voies de recherche.

1. Gouvernance et performance : théorie et résultats empiriques

L'association entre la structure de gouvernance et la performance des entreprises a été étudiée abondamment dans la littérature en finance et en comptabilité. La relation d'agence a été décrite comme un contrat selon lequel une ou plusieurs personnes (le principal) engagent

² Voir Agrawal et Knoeber (1996) et Barnhart et Rosenstein (1998).

³ CEO ou *Chief Executive Officer* ou directeur général.

une autre personne (l'agent) afin d'exécuter certaines tâches, ce qui implique de déléguer l'autorité décisionnelle à l'agent (Jensen et Meckling 1976). Principalement, la théorie de l'agence prévoit que la séparation de la propriété et du management augmente le potentiel d'opportunisme de la part du dirigeant/actionnaire dominant, au détriment des petits porteurs, et rend bénéfique pour toutes les parties la mise en place de mécanismes afin de limiter une telle possibilité. Ainsi, les mécanismes de gouvernance efficaces devraient réduire les coûts associés aux conflits d'intérêts et, donc, maximiser la richesse des actionnaires⁴. En conséquence, la recherche en matière de gouvernance s'est concentrée sur l'étude des structures qui maximisent la valeur (Barkema et Gomez-Mejia 1998 ; Barnhart et Rosenstein 1998 ; Byrd et *al.* 1998). Notre étude examine les associations entre quatre mécanismes de gouvernance et la performance future. Ceux-ci sont : le conseil d'administration, le niveau de propriété managériale, la rémunération incitative et la présence d'actionnaires dominants. Dans la section suivante, nous décrivons le rôle de chaque mécanisme et les associations prévues avec la performance des entreprises.

1.1. Caractéristiques du conseil d'administration

La distribution du pouvoir entre les dirigeants, les actionnaires et les administrateurs d'une société est établie quand les actionnaires nomment les membres du conseil d'administration pour représenter et protéger leurs intérêts et pour s'assurer que les dirigeants assument dûment leurs responsabilités. Parmi les caractéristiques analysées, on retrouve la composition du conseil d'administration, la taille du conseil et le partage des responsabilités de président du conseil et de directeur général. La composition du conseil s'intéresse à la distribution des membres selon leur allégeance primaire aux actionnaires (administrateur indépendant ou non lié) ou aux dirigeants (administrateur lié). Ainsi, la recherche sur la gouvernance suggère qu'un administrateur lié, un cadre supérieur ou un actionnaire dominant+dirigeant, peut ne pas soutenir la même stratégie de création de valeur qu'un administrateur indépendant. Les administrateurs

⁴ Notre étude adopte la vision traditionnelle juridico-financière de la gouvernance et du rôle des actionnaires, et n'aborde pas la question du rôle cognitif des actionnaires. Voir Charreaux (2002) pour une discussion de cette nouvelle perspective de recherche.

indépendants sont considérés comme des arbitres professionnels qui évaluent la performance des gestionnaires, déterminent leurs rémunérations et les remplacent au besoin (Buchholtz et *al.* 1998 ; Barkema et Gomez-Mejia 1998 ; Conyon et Peck 1998 ; Core et *al.* 1999)⁵.

Cependant, l'impact des administrateurs indépendants sur la performance est controversé. Conyon et Peck (1998) arguent le fait que les intérêts financiers minimes qu'ont les administrateurs indépendants dans l'entreprise peuvent compromettre leur vigilance et leur indépendance. Ils proposent également que l'indépendance des administrateurs peut être compromise s'ils sont nommés par le CEO, ou s'ils étaient autrefois liés à l'entreprise. Agrawal et Knoeber (1996), Yermack (1996) et Klein (1998) notent une relation négative entre la présence d'administrateurs indépendants au conseil et la performance. La méta analyse de Dalton et *al.* (1998) ainsi que deux récentes recensions des écrits par des auteurs ayant eux-mêmes étudié la question⁶, Bhagat et Black (1999) et Hermalin et Weisbach (2003), concluent qu'il existe peu de preuves, du moins aux États-Unis, quant à une relation entre la performance et la composition du conseil. Par contre, la relation a été peu étudiée dans des contextes où l'on retrouve des actionnaires dominants comme c'est le cas au Canada.

Parmi les autres caractéristiques du conseil fréquemment étudiées, on identifie la taille du conseil. Plusieurs auteurs prétendent que le conseil perd de son efficacité lorsqu'il devient trop grand. Yermack (1996) et Bhagat et Black (2002) testent cette affirmation et la confirment. Une autre variable étudiée est le partage de responsabilités du président du conseil (*Chairman of the Board* ou COB) et du directeur général (*Chief Executive Officer* ou CEO). La méta analyse de Dalton et *al.* (1998) examine le concept de « dualité » (COB=CEO ; non-séparation) et conclut que les marchés sont plutôt indifférents. Nous proposons également d'examiner ces caractéristiques et leurs liens avec la structure de propriété.

1.2. Propriété managériale

Selon la théorie de l'agence, les conflits d'intérêts résultent des différences entre l'horizon de travail, le risque assumé et le niveau de

⁵ Klein (1998) examine la composition des sous-comités du conseil d'administration et trouve un lien positif entre celle-ci et la performance.

⁶ Voir Hermalin et Weisbach (1991) et Bhagat et Black (2002).

rémunération souhaité par les dirigeants et les actionnaires (voir Byrd et *al.* 1999). Exiger du dirigeant une participation à la propriété de l'entreprise pourrait réduire ces conflits. Le raisonnement est que les dirigeants qui possèdent des parts dans l'entreprise supportent les conséquences des décisions nuisibles à l'entreprise et profitent de celles qui en augmentent la valeur (Fama 1980 ; Demsetz et Lehn 1985 ; Barnhart et Rosenstein 1998). Il s'ensuit que les dirigeants ayant une fraction de propriété plus importante fourniraient davantage d'efforts, auraient de plus longs horizons d'investissement et prendraient de meilleures décisions d'investissement.

Toutefois, les dirigeants ayant leur capital humain et leur capital financier liés au succès de l'entreprise, sans possibilité de diversification, peuvent être incités à prendre des décisions plus conservatrices. Également, l'augmentation de la propriété des dirigeants leur permet de contrôler plus facilement le conseil d'administration et le processus décisionnel. Ce phénomène, l'enracinement, est mis en avant par plusieurs auteurs, dont Morck et *al.* (1988).

1.3. Rémunération incitative

La théorie de l'agence suggère également que des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants tendent à être sensiblement réduits dans la mesure où les régimes de rémunération sont liés plus étroitement à la performance des entreprises. Le raisonnement est le suivant : plus la relation entre la rémunération incitative et la performance des entreprises est forte, plus l'incitation est grande pour les dirigeants d'exercer un effort productif en conformité avec les objectifs des actionnaires. En conséquence, les résultats des études empiriques suggèrent que l'utilisation de contrats incitatifs est un mécanisme essentiel dans les sociétés où les dirigeants prennent beaucoup de décisions qui ne peuvent être facilement contrôlées par le conseil d'administration ou par les investisseurs (Bushman et *al.* 1996 ; Magnan et St-Onge 1997 ; Barkema et Gomez-Mejia 1998 ; Core et *al.* 1999). Nous appuyant sur cette littérature, nous croyons que la performance des entreprises sera associée à l'importance relative de la rémunération incitative à long terme, tels les primes en espèces et l'octroi d'options d'achat d'actions. Cependant, Park et *al.* (1999) examinent le lien entre actionnaire dominant et l'utilisation de primes

basées sur la performance pour rémunérer les dirigeants et trouvent que les sociétés contrôlées par les fondateurs, les héritiers ou des sociétés étrangères sont moins disposées à utiliser de tels mécanismes.

1.4. Actionnaires dominants

Aussi, selon la théorie de l'agence, plus la structure de propriété est dispersée, plus les coûts d'agence sont élevés (Jensen et Meckling 1976). Cela signifierait que la présence d'actionnaires importants serait bénéfique, car ils tendent à s'engager dans des activités de surveillance plus étroites, qui ont pour résultat une structure de gouvernance plus efficace devant mener à une plus grande valeur pour les actionnaires. La preuve empirique de cette relation est fournie par Demsetz et Lehn (1985), Agrawal et Knoeber (1996) et Barnhart et Rosenstein (1998). Toutefois, la méta analyse de Dalton *et al.* (2003) conclut qu'il existe peu de relation systématique entre le niveau de propriété et la performance aux États-Unis.

Aux États-Unis, l'actionnaire dominant est habituellement un investisseur individuel ou institutionnel qui ne détient pas le contrôle et ne participe pas directement à la gestion de l'entreprise. À l'extérieur des États-Unis, on peut trouver d'autres types d'actionnaires dominants qui participent à la gestion et/ou qui contrôle la société. Bien que l'argument qui veut que les actionnaires dominants aient une grande partie de leur richesse investie dans la société et maximisent nécessairement sa valeur soit souvent avancé, les résultats récents ne sont pas toujours concluants⁷. Certains facteurs peuvent soulever des interrogations sur le lien entre propriété et performance. Au Canada, les actions à droits de vote multiples et les structures pyramidales permettent souvent le contrôle sans soutenir le coût réel des décisions étant donné un niveau réel de participation moindre (Morck 1996 ; Ben-Amar 2003 ; Bozec et Laurin 2004). De plus, les actionnaires

⁷ Amann et Allouche (2000) analysent les études portant sur la performance financière des entreprises familiales en France et font le constat d'une supériorité marquée de celles-ci. Charreaux (1991) corroborent plutôt la thèse de la neutralité de la structure de propriété lorsqu'on considère le point de vue des actionnaires mais les sociétés familiales réalisent une performance supérieure du point de vue de maximisation de la valeur de la firme. Parmi les facteurs qui pourraient expliquer ces résultats, on avance la discipline de l'endettement et le

dominants peuvent utiliser leur position avantageuse pour transférer une part de richesse à des entreprises dans lesquelles ils ont une plus grande participation ou pour extraire d'autres avantages pécuniaires dont ils ne supportent pas entièrement les coûts (voir Le Maux 2003 pour une discussion sur les bénéfiques privés). Lorsqu'ils sont également dirigeants, ils ont encore plus de facilité à dicter leurs choix. La question du lien entre la performance et la présence d'actionnaires dominants demeure entière.

2. Approche empirique, échantillon et description des variables

2.1. Échantillon et collecte de données

L'étude empirique est menée sur un groupe de 178 sociétés canadiennes qui sont cotées à la Bourse des valeurs mobilières de Toronto (TSE) sur une période de trois ans (1997-1999) dans les secteurs économiques suivants : primaire, manufacturier (biens non durables), manufacturier (biens durables), transport et services publics, vente en gros et au détail, services. Nous avons rassemblé des données à partir de deux sources distinctes. L'information sur la gouvernance a été obtenue principalement sur la base des circulaires d'information disponibles sur le site web SEDAR⁸. L'information financière utilisée provient de la base de données de Compustat. Dix-neuf sociétés ont été éliminées de l'échantillon parce que les données financières de la base de données de Compustat étaient incomplètes pour la période visée. L'élimination des observations pour lesquelles des données de gouvernance étaient manquantes nous laisse 453 observations utilisables. Le tableau 1 présente la composition de l'échantillon par année et par industrie.

rôle cognitif des actionnaires importants (voir Charreaux 2002, pour une discussion).

⁸ Le Système électronique de données, d'analyse et de recherche (SEDAR) est un site web (www.sedar.com) mis au point par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) depuis 1997 afin de : faciliter le dépôt électronique de données sur les valeurs exigé par les autorités canadiennes en valeurs mobilières ; permettre la diffusion publique de l'information afférente aux valeurs canadiennes rassemblée au cours du processus de dépôt ; et faciliter les communications électroniques entre les déposants par voie électronique, les agents de dépôt et les autorités en valeurs mobilières.

Tableau 1 – Échantillon

Industrie \ Année	1997	1998	1999	Total
1. Primaire	2	2	1	5
2. Manufacturier (non durables)	54	57	54	165
3. Manufacturier (durables)	61	59	51	171
4. Transport et services publics	8	8	5	21
5. Ventes en gros et au détail	26	25	18	69
6. Services	8	8	6	22
Total	159	159	135	453

2.2. Modèle

Nous examinons la relation suivante :

$$Q_{it+1} = F(\text{OUT}_{it}, \text{DUAL}_{it}, \text{BSIZE}_{it}, \text{CEOSH}_{it}, \text{CCOMP}_{it}, \text{LSH}_{it}, \text{DETTE}_{it}, \text{TAILLE}_{it})$$

où

Q_{it+1} = le Q de Tobin de firme i à la fin de l'année $t+1$ mesuré par le total de la valeur marchande des capitaux propres + la valeur comptable des dettes + la valeur de rachat des actions privilégiées divisées par la valeur comptable de l'actif ;

OUT_{it} = le pourcentage d'administrateurs indépendants au conseil de firme i selon la circulaire d'information de l'année t (administrateurs élus à l'assemblée annuelle suivant la fin de l'année t) ;

DUAL_{it} = variable dichotomique prenant la valeur 1 lorsqu'il y a non-séparation directeur général et président du conseil chez firme i selon la circulaire d'information de l'année t (administrateurs élus à l'assemblée annuelle suivant la fin de l'année t) ;

BSIZE_{it} = le nombre d'administrateurs au conseil de firme i selon la circulaire d'information de l'année t (administrateurs élus à l'assemblée annuelle suivant la fin de l'année t) ;

CEOSH_{it} = le niveau (%) de propriété du CEO de firme i en date de la circulaire d'information de l'année t ;

CCOMP_{it} = l'importance relative de la rémunération incitative du CEO de la firme i en l'année t mesurée par le ratio des primes en espèces plus la valeur des options d'achat d'actions accordées sur la rémunération totale gagnée par le CEO (inclut le salaire, les primes en espèces, les autres rémunérations en espèces et la valeur des options d'achat d'actions octroyées) présenté dans la circulaire d'information de l'année t ;

LSH_{it} = le niveau (%) de propriété de l'actionnaire dominant de firme i en l'année t présenté dans la circulaire d'information de l'année t ;
 DETTE_{it} = l'endettement de firme i en l'année t mesuré par la valeur comptable de la dette divisé par l'actif ;
 TAILLE_{it} = la taille de firme i en l'année t mesuré par le logarithme de l'actif.

La section suivante fournit plus de détails sur les variables étudiées.

2.3. Variables

2.3.1. Variable dépendante ou expliquée

La variable dépendante que nous examinons est la performance future anticipée mesurée par le Q de Tobin (Q_{t+1}). La performance future, Q_{t+1}, est mesurée à la fin de l'exercice financier qui suit la période où l'information de la gouvernance est obtenue. On suppose que le Q de Tobin mesure la création de valeur anticipée et capte l'impact des décisions managériales et la qualité de la structure de gouvernance en place. Ces conséquences sont reflétées dans le prix du marché, mais pas immédiatement dans les données comptables. La recherche en matière de gouvernance prétend également que le Q de Tobin est une mesure de l'alignement des intérêts des actionnaires et des dirigeants. La mesure du Q de Tobin à cette date permet d'assurer que le marché a connaissance de l'ensemble des mécanismes, de reconnaître que les mécanismes peuvent prendre quelques temps à se refléter dans la valeur et d'éviter en partie les problèmes d'endogenité lorsque l'on mesure l'ensemble des variables de façon contemporaine. Nous utilisons la mesure simplifiée du Q de Tobin (Chung et Pruitt 1994), comme Agrawal et Knoeber (1996) et Barnhart et Rosenstein (1998), qui est calculé comme suit⁹ :

$$Q = (MV + LTD + STD + PFD + CV)/TA$$

⁹ Le Q de Tobin est le ratio de la valeur de marché du l'actif sur le coût de remplacement de l'actif et représente l'ensemble des rentes anticipée sur un horizon infini. Chung et Pruitt (1994) et Perfect et Wiles (1994) démontrent que cette mesure simplifiée est fortement corrélée avec des mesures plus sophistiquées du Q de Tobin (voir Morck et al. 1988 ; Yermack 1994). Cet estimateur a l'avantage d'être déterminé à partir d'informations plus rapidement disponibles et évite de réduire indûment la taille de l'échantillon. Toutefois il comporte certains biais bien connus (voir, entre autres, Charreaux 1998).

où :

MV est la valeur marchande des capitaux propres, LTD est la valeur comptable de dette à long terme, STD est la valeur comptable de dette à court terme, PFD est la valeur de rachat des actions privilégiées, CV est la valeur comptable de la dette et des actions privilégiées convertibles et TA est la valeur comptable de l'actif.

2.3.2. Variables indépendantes ou explicatives

Les données de gouvernance de chaque entreprise de notre échantillon ont été rassemblées directement à partir des circulaires de la direction contenues dans la base de données de SEDAR pour chaque exercice financier. La proportion d'administrateurs indépendants au conseil (OUT) représente le niveau d'indépendance du conseil (% d'indépendants) et ses efforts de surveillance des dirigeants, en particulier du CEO. Un administrateur non lié est un administrateur indépendant de la direction et n'ayant aucune relation, y compris des relations d'affaires, à l'exclusion d'intérêts ou de relations découlant simplement de son actionnariat, qui sont susceptibles de nuire d'une façon importante à sa capacité d'agir au mieux des intérêts de la société, ou qui sont raisonnablement susceptibles d'être perçues comme ayant cet effet¹⁰. Les sociétés canadiennes ont une obligation légale de fournir un énoncé de leurs pratiques de gouvernance dans la circulaire incluant l'évaluation de l'indépendance des administrateurs selon la directive du *Toronto Stock Exchange*. La variable DUAL est une variable dichotomique prenant la valeur de 1 lorsque le CEO est aussi le COB. Le nombre de membres au conseil (BSIZE) est obtenu également à partir de la circulaire.

La participation ou niveau de propriété des dirigeants (CEOSH) est le ratio du nombre d'actions directement ou indirectement détenues par le CEO de l'entreprise sur le montant total d'actions en circulation en date de la circulaire¹¹. La participation de l'actionnaire dominant (LSH) est le ratio d'actions détenues sur le nombre total d'actions en circulation en date de la circulaire. Deux variables ont été créées pour établir si l'actionnaire est un dirigeant ou non de l'entreprise. Comme

¹⁰ Définition de la *Toronto Stock Exchange* (TSE), *Directives en matière de gouvernance*.

il a été indiqué plus tôt, un actionnaire dominant+dirigeant est un actionnaire industriel, institutionnel, personnel ou familial qui est un dirigeant de la société, ou une société dont le propriétaire ou un membre de sa famille est un dirigeant (LSH_D). Un actionnaire dominant+non dirigeant est défini comme ne participant pas à la gestion de la société (LSH_ND). Ces définitions sont semblables à celles utilisées dans une grande partie de la recherche empirique en gouvernance, dont Agrawal et Knoeber (1996), Barnhart et Rosenstein (1998) et Core et *al.* (1999)¹².

Conformément à l'étude de Bushman et *al.* (1996), l'importance relative de la rémunération incitative du CEO est mesurée par le ratio des primes en espèces augmentées de la valeur des options d'achat d'actions accordées sur la rémunération totale gagnée par le CEO dans la même période (CCOMP). La rémunération totale du CEO inclut le salaire, les primes en espèces, les autres rémunérations en espèces et la valeur des options d'achat d'actions octroyées. Les options d'achat d'actions sont évaluées à 25 % de leur prix d'exercice à l'octroi¹³.

2.3.3. Variables de contrôle¹⁴

La TAILLE de l'entreprise est mesurée par le logarithme de l'actif, et est incluse dans notre analyse pour expliquer la complexité de la

¹¹ Au Canada, la circulaire doit présenter tous les actionnaires détenant plus de 10 % des actions en circulation.

¹² L'actionnaire dominant est l'actionnaire détenant le plus grand nombre d'actions parmi les actionnaires présentés dans la circulaire.

¹³ Murphy (1999) soulève les problèmes reliés à l'évaluation des options octroyées à des dirigeants (la valeur des options pour le dirigeant diffère du coût pour l'entreprise) et le fait qu'il n'existe aucune méthode universelle reconnue. Lambert et *al.* (1993) indiquent que l'évaluation des options à 25 % de leur prix d'exercice génère des valeurs similaires à celles obtenues avec des modèles d'évaluation plus complexes (voir Lambert et *al.* 1991). Cette méthode d'estimation est utilisée dans plusieurs études empiriques, dont Core et *al.* (1999).

¹⁴ Plusieurs auteurs, de façon similaire à Morck et *al.* (1988), incluent également une mesure des dépenses en R&D et en marketing. Malheureusement, la capitalisation permise des frais de développement au Canada rend la mesure de cette variable difficile. De plus, les sociétés canadiennes ne sont pas obligées de présenter leurs frais de marketing séparément dans les états financiers. Yermack (1996) inclut également des mesures de performances courantes et passées. L'absence de ces variables a pour effet de réduire le pouvoir explicatif de nos régressions.

surveillance exigée dans les plus grandes sociétés¹⁵. De plus, les firmes de grande taille ont moins d'opportunités de croissance ce qui implique habituellement une relation négative entre le Q de Tobin et la taille. Cette relation est confirmée par la grande majorité des recherches. À l'instar de Morck et *al.* (1988), Agrawal et Knoeber (1996), et Barnhart et Rosenstein (1998), nous incluons aussi le niveau d'endettement comme variable de contrôle. La discipline imposée par l'endettement est en soi un mécanisme de contrôle. De plus, un niveau d'endettement élevé limite les opportunités de croissance et la rentabilité. Les études précédentes confirment cette relation. La variable dette est mesurée par le rapport de la valeur comptable de la dette à court et à long terme à l'actif ($DETTE_t$).

3. Résultats

3.1. Statistiques descriptives

Le tableau 2a rapporte les statistiques descriptives pour l'ensemble de l'échantillon, le tableau 2b les présente par type d'actionnariat et le tableau 2c montre l'évolution du Q de Tobin selon le pourcentage de participation des dirigeants et actionnaires dominants. Le tableau 2d fournit le détail selon l'industrie.

Tableau 2a – Statistiques descriptives : échantillon

Variables	N	Moyenne	Médiane	Écart type	Minimum	Maximum
Q_{t+1}	453	1,461	0,864	1,836	0,033	17,175
OUT_t	453	0,659	0,692	0,178	0,200	1,000
$DUAL_t$	453	0,379	0,000	0,486	0,000	1,000
$BSIZE_t$	453	8,646	8,000	2,684	3,000	16,000
$CEOSH_t$	453	0,086	0,086	0,170	0,000	0,878
$CCOMP_t$	191	0,367	0,367	0,261	0,000	1,000
LSH_t	453	0,452	0,452	0,282	0,000	0,988
LSH_ND_t	453	0,494	0,494	0,262	0,090	0,988
LSH_D_t	213	0,523	0,523	0,229	0,097	0,986
$DETTE_t$	453	0,439	0,439	0,185	0,013	0,943
$TAILLE_t$	453	12,477	12,444	1,727	7,010	17,301

¹⁵ Nous avons aussi utilisé le logarithme du chiffre d'affaires comme mesure de la taille et les résultats demeurent identiques à ceux présentés dans la section suivante. Yermack (1996) et Bhagat et Black (2002) indiquent également que leurs résultats sont robustes à diverses mesures de la taille.

Tableau 2b – Statistiques descriptives : échantillon par type d'actionnaire

	LSH_ND _t			LSH_D _t			DIFFUS _t		
	N	Moyenne	Écart type	N	Moyenne	Écart type	N	Moyenne	Écart type
Q _{t+1}	213	1,384	1,704	191	1,411	1,675	49	1,992	2,740
OUT _t	213	0,680	0,170	191	0,611	0,186	49	0,753	0,121
DUAL _t	213	0,277	0,449	191	0,560	0,498	49	0,122	0,331
BSIZE _t	213	8,746	2,617	191	8,403	2,705	49	9,163	2,838
CEOSH _t	213	0,027	0,070	191	0,168	0,221	49	0,028	0,116
CCOMP _t	213	0,388	0,253	191	0,341	0,264	49	0,373	0,282
DETTE _t	213	0,415	0,176	191	0,476	0,194	49	0,404	0,165
TAILLE _t	213	12,509	1,717	191	12,461	1,680	49	12,397	1,973

Tableau 2c – Statistiques descriptives : Q de Tobin

%	N	CEOSH _t	N	LSH _t	N	LSH_ND _t	N	LSH_D _t
Négligeable	257	1,522	49	1,992	0		0	
1 – 5 %	54	1,95	0		0		0	
5 – 10 %	27	1,647	4	3,542	3	4,541	1	0,545
10 – 30 %	72	1,144	102	1,907	61	1,433	41	2,612
30 – 50 %	25	0,966	89	1,263	42	1,384	47	1,155
> 50 %	18	0,809	209	1,164	107	1,268	102	1,054
Total	453	1,461	453	1,461	213	1,384	191	1,411

Tableau 2d – Statistiques descriptives par industrie

	Q _{t+1}	OUT _t	DUAL _t	BSIZE _t	CEOSH _t	CCOMP _t	LSH _t	N	LSH_ND _t	N	LSH_D _t	DETTE _t	TAILLE _t
1.	0,529	0,583	0,000	5,600	0,021	0,103	0,552	3	0,832	2	0,132	0,520	10,822
2.	1,748	0,652	0,394	9,242	0,085	0,353	0,453	74	0,476	75	0,193	0,429	12,647
3.	1,411	0,677	0,392	8,287	0,104	0,379	0,415	68	0,488	77	0,491	0,425	12,323
4.	1,594	0,615	0,429	10,238	0,187	0,397	0,762	7	0,847	14	0,719	0,511	13,355
5.	0,848	0,635	0,333	8,609	0,033	0,405	0,506	51	0,492	14	0,700	0,503	12,780
6.	1,712	0,699	0,364	6,273	0,051	0,288	0,253	10	0,319	9	0,263	0,340	10,987
Total	1,461	0,659	0,380	8,467	0,087	0,367	0,452	213	0,494	191	0,523	0,439	12,477

La performance future (Q_{t+1}) pour l'ensemble de l'échantillon (tableau 2a) a une distribution légèrement biaisée avec une moyenne (médiane) de 1,461 (0,864). Pour cette variable, 25 % de nos observations ont un Q_{t+1} supérieur à 1,463 et 25 % sont inférieures à 0,500. Comme prévu, la plupart des observations dans le centile supérieur à 95 % (Q_{t+1} ≥ 5,100) représentent des sociétés du groupe SIC 28 – produits chimiques (secteur Manufacturier – non durables). Le secteur Primaire présente le Q_{t+1} le moins élevé alors que les

secteurs Services et Manufacturier (biens non durables) présente le Q_{t+1} le plus élevé (tableau 2d).

Le Q_{t+1} moyen est respectivement de 1,411, 1,384 et 1,992 pour les groupes actionnaires dominants+dirigeants, actionnaires+non dirigeants et actionnariat diffus (tableau 2b).

L'évolution du Q_{t+1} par tranche de participation du CEO (tableau 2c) est plutôt monotone décroissante après l'accroissement entre la tranche négligeable et 1-5 %. Plusieurs études américaines (Morck et al. 1988 ; Barnhart et Rosenstein 1998) notent également une augmentation au départ suivi d'une diminution (effet de l'enracinement) mais toutefois une certaine augmentation par la suite dans les tranches plus élevées. Or, le nombre de CEO avec plus de 25 % de participation est plutôt faible aux États-Unis. On peut également conclure que l'évolution du Q_{t+1} par tranche de participation de l'actionnaire dominant est également monotone décroissante. Les études américaines suggèrent habituellement un rôle positif pour les actionnaires dominants (augmentation de la surveillance et du contrôle lorsque l'on a une participation importante) mais, encore une fois, cette participation demeure beaucoup moins importante que celle observée au Canada.

Le tableau 2a indique que la variable LSHt est normalement distribuée avec une moyenne (médiane) approximative de 45 % (47 %). Seules 49 observations présentent une structure de propriété dispersée. Comme prévu, la présence d'actionnaires dominants est plus grande dans ce groupe de sociétés canadiennes que dans les échantillons américains (par exemple, Bushee 1998). La participation d'actionnaires dominants+dirigeants est représentée par la variable de LSH_D, avec 191 observations et une moyenne (médiane) de 52 % (54 %). Dans ce sous échantillon, 32 sociétés ont un individu en tant qu'actionnaire dominant qui est également le CEO et/ou le président du conseil, alors que 35 sociétés ont une société liée au CEO et/ou au président du conseil en tant qu'actionnaire dominant principal. La variable LSH_ND mesure la propriété des actionnaires dominants+non dirigeants, avec 213 observations et une moyenne (médiane) de 49 % (51 %). La participation des actionnaires dominants est la moins élevée dans le secteur des services et la plus élevée dans le secteur des transports et services publics (tableau 2d).

Conformément aux études antérieures, la distribution de la propriété du CEO (CEOSHt) est biaisée avec une moyenne (médiane)

d'approximativement 8,6 % (0,6 %) des actions ordinaires en circulation de l'entreprise. Les centiles plus élevés de 90 % et de 95 % dans notre échantillon représentent respectivement en moyenne 31 % et 50 % de participation. Par conséquent, cet échantillon canadien présente un niveau plus élevé de propriété managériale que celui des États-Unis. Begley et Feltham (1999) et Core et *al.* (1999), par exemple, ont trouvé que le niveau de propriété managériale aux États-Unis était en moyenne (médiane) de 2,2 % (0,1 %) et de 1,53 % (0,08 %), respectivement. Par comparaison aux sociétés américaines, les sociétés canadiennes semblent avoir une configuration différente de gouvernance, comme prévu. On remarque au tableau 2b que CEOSH est en moyenne de 16,8 % pour les entreprises avec actionnaires dominants+dirigeants mais d'environ 3 % seulement pour les entreprises actionnaires dominants+non dirigeant et à actionnariat diffus.

La variable OUTt mesure la proportion d'administrateurs indépendants au conseil et est normalement distribuée avec une moyenne (médiane) de 66 % (69 %). Ce niveau de membres indépendants au conseil est conforme aux études antérieures américaines et canadiennes. Aux États-Unis, Barnhart et Rosenstein (1998) et Core et *al.* (1999) obtiennent respectivement 60 % et 64 % d'administrateurs indépendants. Magnan et *al.* (1999) relèvent en moyenne 66 % d'indépendants dans un échantillon comportant 139 des 150 plus grandes sociétés cotées à la Bourse de Toronto. On remarque au tableau 2b que la variable OUT est en moyenne de 61,1 % pour le groupe actionnaires dominants+dirigeants mais respectivement de 68 % et 75,3 % pour les entreprises actionnaires dominants+non dirigeant et à actionnariat diffus. Le pourcentage varie peu d'un secteur à l'autre (tableau 2d).

La taille moyenne du conseil d'administration (BSIZE) est de 8,646 membres (médiane de 8 membres) avec un nombre minimum de 3 et maximum de 16 (tableau 2a). Le nombre de membres est légèrement inférieur dans les entreprises avec actionnaires dominants+dirigeants (tableau 2b). Les entreprises du secteur primaire et des services ont les conseils les plus petits (tableau 2d). Le tableau 2a indique également que 37,9 % des entreprises ont un directeur général qui est aussi président du conseil (DUAL). Il est important de noter le pourcentage de 56 % pour le groupe actionnaires dominants+dirigeants mais respectivement de 27,7 % et 12,2 % pour les entreprises actionnaires

dominants+non dirigeant et à actionnariat diffus (tableau 2b). Il y a peu de différence sectorielle toutefois (tableau 2d).

La variable CCOMP_t capte l'importance relative de la rémunération incitative du CEO. Cette variable est normalement distribuée avec une valeur (médiane) moyenne de 37 % (37 %). L'analyse des centiles indique qu'environ 17 % de nos observations ont des valeurs égales (ou proches) à 0. Ce qui signifie qu'un nombre important de CEO dans notre échantillon n'ont pas de rémunération incitative. Bien qu'elles ne figurent pas dans le tableau 2, les primes en espèces moyennes de notre échantillon représentent 28 %, alors que la valeur des options d'achat d'actions représente en moyenne 19 % de la rémunération totale du CEO sur la période examinée. Cela est similaire à l'étude canadienne effectuée par Magnan et *al.* (1999), qui rapportent un coût annuel moyen de bonification pour le CEO de 31 % et des options d'achat d'actions représentant 25 % de la rémunération totale durant la période 1994-1996 pour les plus grandes sociétés canadiennes cotées à la Bourse de Toronto.

La variable TAILLE_t est normalement distribuée avec une moyenne (médiane) de 12,47 (12,44). La variable DETTE_t est également normalement distribuée avec une moyenne (médiane) de 43,9 % (44,8 %). Il existe peu de différence de taille ou d'endettement selon le type d'actionnariat (tableau 2b). Les entreprises dans le secteur des services sont généralement plus petites et moins endettées (tableau 2d).

Le tableau 3 (panel A) rapporte les coefficients de corrélation de Pearson entre les variables principales étudiées pour l'échantillon complet.

Tableau 3 – Panel A : Corrélation de Pearson (N=453)

	Q _{t+1}	OUT _t	DUAL _t	BSIZE _t	CEOSH _t	CCOMP _t	LSH _t	DETTE _t
OUT _t	0,115*							
	0,014							
DUAL _t	-0,145**	-0,125**						
	0,002	0,008						
BSIZE _t	-0,050	0,151**	-0,199**					
	0,286	0,001	0,000					
CEOSH _t	-0,123**	-0,187**	0,378**	-0,205**				
	0,009	0,000	0,000	0,000				
CCOMP _t	0,100*	0,045	0,009	0,257**	-0,151**			
	0,033	0,337	0,853	0,000	0,001			
LSH _t	-0,183**	-0,315**	0,147**	0,076	0,170**	-0,043		
	0,000	0,000	0,002	0,105	0,000	0,359		
DETTE _t	-0,273**	-0,107*	0,101*	0,134**	0,135**	-0,070	0,126**	
	0,000	0,023	0,004	0,004	0,004	0,138	0,007	
TAILLE _t	-0,182**	0,085	0,002	0,665**	-0,110*	0,377**	0,131**	0,288**
	0,000	0,070	0,974	0,000	0,019	0,000	0,005	0,000

** : Significatif à 0,01 (2-tailed)

* : Significatif à 0,05 (2-tailed)

Tableau 3 – Panel B : Corrélation de Pearson Actionnaire dominant+non dirigeant (N=213)

	Q _{t+1}	OUT _t	DUAL _t	BSIZE _t	CEOSH _t	CCOMP _t	LSH_ND _t	DETTE _t
OUT _t	0,042							
	0,540							
DUAL _t	0,091	0,022						
	0,186	0,747						
BSIZE _t	-0,021	0,077	-0,229**					
	0,763	0,263	0,001					
CEOSH _t	-0,060	-0,118	0,234**	-0,221**				
	0,385	0,084	0,001	0,001				
CCOMP _t	0,220**	0,028	0,064	0,209**	0,004			
	0,001	0,684	0,356	0,002	0,954			
LSH_ND _t	-0,095	-0,401**	-0,029	0,055	-0,073	-0,151*		
	0,165	0,000	0,669	0,422	0,292	0,028		
DETTE _t	-0,319**	-0,046	0,098	0,148*	0,024	-0,033	0,104	
	0,000	0,504	0,152	0,031	0,729	0,627	0,129	
TAILLE _t	-0,084	0,122	-0,108	0,673**	-0,228**	0,331**	0,025	0,303**
	0,221	0,076	0,116	0,000	0,001	0,000	0,718	0,000

Tableau 3 – Panel C : Corrélation de Pearson Actionnaire dominant + dirigeant (N=191)

	Q _{t+1}	OUT _t	DUAL _t	BSIZE _t	CEOSH _t	CCOMP _t	LSH_D _t	DETTE _t
OUT _t	0,190**							
	0,008							
DUAL _t	-0,191**	-0,084						
	0,008	0,248						
BSIZE _t	-0,014	0,151*	-0,173*					
	0,844	0,037	0,017					
CEOSH _t	-0,187**	-0,096	0,374**	-0,197**				
	0,009	0,188	0,000	0,006				
CCOMP _t	0,081	0,060	-0,038	0,279**	-0,200**			
	0,263	0,407	0,601	0,000	0,006			
LSH_D _t	-0,282**	-0,099	0,120	0,270**	0,217**	0,085		
	0,000	0,0172	0,099	0,000	0,003	0,244		
DETTE _t	-0,210**	-0,073	0,001	0,130	0,082	-0,121	0,104	
	0,004	0,315	0,987	0,074	0,258	0,096	0,153	
TAILLE _t	-0,200**	0,038	0,062	0,621**	-0,091	0,408**	0,335**	0,299**
	0,006	0,601	0,396	0,000	0,213	0,000	0,000	0,000

La variable Q_{t+1} est positivement corrélée avec la proportion d'indépendants au conseil (OUT_t) et l'importance relative de la rémunération incitative du CEO (CCOMP_t). En outre, notre mesure de la performance future est négativement corrélée avec TAILLE_t et DETTE_t. Également, la participation de l'actionnaire dominant LSH_t, la non-séparation directeur général et président du conseil (DUAL) et le niveau de participation du CEO (CEOSH_t) sont négativement corrélés avec la performance future.

Le tableau 3 (panel A) rapporte également une corrélation négative entre la proportion d'administrateurs indépendants (OUT_t) et la

propriété du CEO ($CEOSH_t$). Cela est conforme aux présupposés théoriques en matière de gouvernance, selon lesquels il y aurait une association négative et significative entre l'indépendance du conseil et la propriété des gestionnaires. Autrement dit, les conseils indépendants réduiraient le niveau de propriété des gestionnaires pour éviter l'enracinement, et des niveaux plus élevés de propriété des gestionnaires impliqueraient moins d'administrateurs indépendants (par exemple, Agrawal et Knoeber 1996 ; Barnhart et Rosenstein 1998). On note aussi que LSH_t présente une corrélation négative avec la proportion d'indépendants au conseil (OUT_t), et une corrélation positive avec $CEOSH_t$ et $DUAL$.

Le tableau 3 (panels B et C) présente les corrélations pour les deux types d'actionnaires dominants. Nous pouvons constater que la rémunération incitative est positivement liée à la performance pour le groupe d'actionnaires dominants+non dirigeants. Il y a également un effet de substitution dans ce sous-groupe entre le niveau de participation de l'actionnaire dominant et les deux variables de gouvernance suivantes : indépendance du conseil et utilisation de la rémunération incitative. Quant au sous-groupe actionnaires dominants+dirigeants, nous relevons une relation négative entre leur niveau de participation (ainsi qu'avec la participation du CEO) et la performance, tandis qu'il y a une relation positive entre la présence d'indépendants au conseil et la performance.

Malgré quelques résultats intéressants et certaines conclusions pour les interrelations, les statistiques descriptives ne nous permettent toutefois pas de conclure sur l'efficacité des mécanismes. La section suivante permettra de tenir compte de l'interdépendance des mécanismes de gouvernance et des variables contrôles.

3.2. *Analyses de régression*

Comme il a été discuté ci-dessus, le but de cette étude est d'examiner les relations entre mécanismes de gouvernance et performance (mesurée par le Q de Tobin). Nous proposons et étudions le modèle de régression multivariée suivant^{16,17} :

¹⁶ En nous basant sur les codes SIC et le *Standard & Poor Economic Sector* classification, nous avons classé les entreprises en six groupes : (1) Primaire, (2) Manufacturier (biens non durables), (3) Manufacturier (biens durables), (4)

$$Q_{it+1} = \alpha + \beta_1 OUT_{it} + \beta_2 CEOSH_{it} + \beta_3 CCOMP_{it} + \beta_4 LSH_{it} + \beta_5 DETTE_{it} + \beta_6 TAILLE_{it} + \text{Variables année (YD97, YD98)} + \text{Variables industrie (DIND1 à 5)} + \varepsilon_{it}$$

Afin d'évaluer si les relations proposées entre les mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises sont sensibles à la présence des mécanismes alternatifs dans la structure de la gouvernance de l'entreprise, nous avons estimé des régressions simples et multiples. C'est-à-dire : les équations (1) à (4) permettent d'étudier des associations simples entre chacun des quatre mécanismes de gouvernance étudiés et la performance des entreprises (Q_{t+1}) (tableau 4), tandis que les équations (5), (5a) et (5b) ont pour objet la relation entre les mécanismes et la performance des entreprises tout en distinguant l'effet de la présence d'actionnaires dominants dirigeants et non dirigeants sur la performance des entreprises (tableau 5).

Tableau 4 – Régressions MCO univariées

Equation	(1)	(2)	(3)	(4)	(4a)	(4b)
Variables	Q_{t+1}	Q_{t+1}	Q_{t+1}	Q_{t+1}	Q_{t+1}	Q_{t+1}
Intercept	3,245***	4,018***	4,129***	3,862***	2,056**	4,347***
OUT _t	0,907**					
CEOSH _t		-1,293**				
CCOMP _t			1,068***			
LSH _t				-0,920**		
LSH_ND _t					-0,596**	
LSH_D _t						-1,791**
DETTE _t	-2,213***	-2,078***	-2,017***	-2,246***	-3,136***	-1,568**
TAILLE _t	-0,124**	-0,134**	-0,182**	-0,102**	0,001	-0,052
YD97	-0,068	-0,090	-0,035	-0,064	0,010	-0,088
YD98	0,227	0,216	0,226	0,237	0,313	0,136
DIND1	-0,817	-0,979	-0,77	-0,615	0,923	-2,564**
DIND2	0,324	0,330	0,288	0,442	1,115*	-0,613
DIND3	-0,029	0,020	-0,092	0,083	0,655	-0,771
DIND4	0,557	0,664	0,471	0,921*	1,617*	0,030
DIND5	-0,299	-0,371	-0,396	-0,144	0,548	-0,685
N	453	453	453	453	213	191
R2 Ajust	0,100	0,106	0,112	0,112	0,110	0,109
F-value	6,008	6,362	6,709	6,678	3,631	3,320

*** : Significatif à 0,01

** : Significatif à 0,05

* : Significatif à 0,1

Transport et services publics, (5) Ventes au détail et distribution et (6) Services. Nous avons également codé les années 1997 à 1999.

¹⁷ L'analyse des corrélations (tableau 3) et de la présence de multicolinéarité nous a amené à exclure DUAL et BSIZE du modèle de régression multivariée.

Tableau 5 – Régressions MCO multivariées

Equation	(5)	(5a)	(5b)
Variables	Q_{t+1}	Q_{t+1}	Q_{t+1}
Intercept	4,070***	2,793**	4,227***
OUT_t	0,504	-0,223	1,126**
$CEOSH_t$	-0,902*	-1,482	-0,881*
$CCOMP_t$	0,963***	1,542***	0,558
LSH_t	-0,668**		
LSH_ND_t		-0,452	
LSH_D_t			-1,407**
$DETTE_t$	-1,755***	-2,715***	-1,084*
$TAILLE_t$	-0,196***	-0,040	-0,144*
YD97	-0,002	0,105	-0,044
YD98	0,249	0,312	0,138
DIND1	-0,605	0,820	-1,962
DIND2	0,492	0,957	-0,481
DIND3	0,089	0,516	-0,724
DIND4	0,987*	1,437*	0,227
DIND5	-0,221	0,31	-0,793
N	453	213	191
R2 Ajust	0,134	0,145	0,138
F-value	6,368	3,767	3,336

*** : Significatif à 0,01

** : Significatif à 0,05

* : Significatif à 0,1

Les résultats de la régression (1), R^2 ajusté = 0,100, indiquent une association statistiquement significative et positive entre la proportion d'administrateurs indépendants au conseil (OUT_t) et la performance (Q_{t+1}), contrairement à plusieurs études. Le coefficient de régression de l'équation (3), R^2 ajusté = 0,106, suggère une association positive entre l'importance relative de la rémunération incitative du CEO et la performance des entreprises, résultat conforme à la recherche empirique antérieure en gouvernance qui prévoit que les régimes de rémunération étroitement liés à la performance augmentent la valeur de la société.

Les résultats rapportés dans le tableau 4 suggèrent qu'une augmentation moyenne de 10 % de la proportion de l'entreprise d'administrateurs indépendants conduit à une augmentation de 9 % de la performance de l'entreprise. Une augmentation de 10 % de l'importance relative de la rémunération incitative du CEO entraîne également une augmentation semblable de la performance de l'entreprise mesurée par le Q de Tobin.

Les coefficients rapportés dans le tableau 4 pour les équations (2) et (4) ne confirment pas l'effet supposé par la théorie de l'agence de la propriété des gestionnaires ($CEOSH_t$) et de la présence des actionnaires

dominants (LSH_t) sur la performance des entreprises. Au lieu d'un effet positif, le coefficient estimé dans l'équation (4), R^2 ajusté = 0,132, témoigne d'une association négative entre la propriété des actionnaires dominants et la performance des entreprises. Par conséquent, ce résultat contredit les présupposés théoriques en matière de gouvernance selon lesquels les actionnaires dominants peuvent jouer un rôle important en surveillant les gestionnaires et en influençant les décisions de gestion à l'avantage des actionnaires, améliorant de ce fait la performance (Zeckhauser et Pound 1990 ; Gagnon et St-Pierre 1996). Cependant, une analyse des équations (4a) et (4b) fait ressortir que les résultats sont sensibles au type d'actionnaires dominants. Quand l'équation (4) est estimée pour le cas des actionnaires dominants+dirigeants seulement ($N = 191$), le coefficient de LSH_t est plus élevé (-1,791) et est encore significatif à 5 %. En somme, les résultats indiquent que la valeur est davantage négativement affectée par le niveau de participation des actionnaires dominants+dirigeants.

Les équations (5), (5a) et (5b) permettent d'explorer globalement les quatre mécanismes et le type d'actionnaire dominant. Dans l'équation (5), nous trouvons une association positive et significative (+0,963 ; $t = 2,906$) entre une plus grande utilisation des rémunérations incitatives et la performance. Cela appuie l'argument selon lequel les CEO ayant de plus grands niveaux de rémunération variable tendent à mieux aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Selon les résultats il y a également une association négative et significative de la participation du CEO (-0,902 ; $t = -1,861$) et des actionnaires dominants+dirigeants (-0,668 ; $t = -2,201$) avec la performance. En liaison avec notre discussion précédente, nous interprétons ces résultats comme une preuve potentielle de problèmes d'agence liés aux sociétés à structure d'actionnariat concentré, ce que les économistes financiers ont dénommé enracinement des dirigeants/actionnaires dominants. La théorie de l'enracinement prévoit que les participations importantes des actionnaires dominants ou des fondateurs leur permettent souvent de dominer les réunions des actionnaires et des administrateurs, et d'exercer ainsi un contrôle, direct ou indirect, sur le processus décisionnel de l'entreprise. Le résultat est une diminution de valeur de l'entreprise due aux conflits d'intérêts possibles entre les petits actionnaires et les actionnaires dominants+dirigeants qui permettent à ceux-ci d'extraire des avantages privés de la société. De plus, ces actionnaires dominants+dirigeants exercent fréquemment le contrôle

par l'entremise d'une structure pyramidale ou d'actions à droits de vote multiples, leurs permettant ainsi de ne pas supporter pleinement le coût de leur décision. L'équation (5b), cependant, indique que la présence d'un plus grand nombre d'indépendants au conseil de ces sociétés à structure d'actionnariat concentrée a un impact positif sur la performance. Nous interprétons ce résultat comme indiquant que ce mécanisme joue un rôle modérateur dans les sociétés étroitement détenues. Quant aux sociétés avec un actionnaire dominant+non dirigeant (c'est-à-dire un actionnaire industriel ou institutionnel), soit l'équation (5a), nous constatons que la rémunération incitative est le seul mécanisme significatif lié à la performance d'une manière positive (+1,542).

3.3. Analyse de sensibilité

3.3.1. Résultats année par année

Les résultats des régressions MCO présentés à la section précédente portent sur l'ensemble de l'échantillon pour les années 1997 à 1999. Malgré le recours de certains auteurs (*e.g.* Himmelberg et al. 1999) à l'économétrie des données de panel pour tenir compte de la dimension temporelle, d'autres (*e.g.* Zhou 2001) notent que les variables de gouvernance changent peu d'une année à l'autre mais qu'il existe des différences importantes entre les sociétés et préfèrent donc l'analyse en coupe transversale. Afin d'évaluer l'impact de ce pooling sur nos résultats, nous avons effectué des régressions année par année. Les résultats année par année sont sensiblement les mêmes que nos résultats combinés quoique le niveau de significativité est moindre. Par exemple, pour l'équation (5), tous les coefficients conservent le même signe et leur significativité, sauf pour la variable CEOSH, n'est significative qu'en 1997. Pour l'équation (5a), le variable CCOMP n'est pas significative en 1999. Pour l'équation (5b), OUT et LSH_D ne sont respectivement significatives qu'en 1998 et 1999.

3.3.2. Relations non linéaires entre les variables

À l'instar de nombreux auteurs (Morck et al. 1988 ; Barnhart et Rosenstein 1998), nous avons aussi effectué des régressions qui tiennent compte de la possibilité de relations non linéaires, notamment

pour CEOSH et LSH. Les coefficients de ces variables au carré et au cube ne sont pas significatifs. D'ailleurs, l'analyse présentée au tableau 2c et discutée à la section précédente indique plutôt des relations monotones décroissantes.

Conclusion

Cette étude a permis d'établir des associations entre la performance de l'entreprise et quatre attributs de la structure de gouvernance de l'entreprise : la composition du conseil, la participation des gestionnaires, la rémunération incitative et la participation des actionnaires dominants. Nos résultats univariés révèlent un rôle positif des indépendants au conseil et de la rémunération incitative sur la performance. Cependant, nous trouvons un rapport négatif entre la participation au capital du CEO/actionnaire dominant sur la performance, que nous explorons plus avant sur la base d'une analyse multivariée et en distinguant entre actionnaire dominant dirigeant et non dirigeant.

Les résultats de cette analyse font ressortir une association positive entre un plus grand recours par l'entreprise à des systèmes de rémunération incitatifs et la performance. Cela suggère que les CEO ayant de plus grands niveaux de rémunération variable tendent à mieux aligner leurs intérêts sur ceux des actionnaires. Toutefois, le résultat n'est valide que pour les sociétés avec actionnaires dominants+ non dirigeants. Contrairement à certains arguments de la théorie de l'agence concernant le rôle de surveillance des actionnaires importants, nos résultats suggèrent une association négative de la participation du CEO et des actionnaires dominants+dirigeants sur la performance future. Selon nous, ces résultats sont une indication potentielle de problèmes d'agence dans les sociétés étroitement contrôlées, liés à un enracinement des dirigeants/actionnaires dominants. Selon cette perspective, les actionnaires dominants+dirigeants, souvent les fondateurs ou les héritiers, peuvent dominer les réunions d'actionnaires et d'administrateurs et contrôler ainsi, directement ou indirectement, le processus décisionnel dans l'entreprise. Le résultat fait apparaître une diminution de valeur de l'entreprise due aux conflits d'intérêts potentiels entre les petits actionnaires et les actionnaires dominants+dirigeants qui permettraient à ces derniers d'extraire des

avantages privés de la société. De plus, ces actionnaires dominants+dirigeants exercent fréquemment le contrôle par l'entremise de structures pyramidales ou d'actions à droits de vote multiples, leur permettant ainsi de ne pas supporter pleinement le coût de leurs décisions. Nos résultats indiquent toutefois que la présence d'un plus grand nombre d'indépendants au conseil (mais pas une plus grande utilisation des rémunérations incitatives) dans ces sociétés a un impact positif sur la performance. Ce mécanisme jouerait un rôle modérateur dans les sociétés étroitement contrôlées.

Même si nous croyons que cette étude constitue une première étape importante dans l'examen de l'association entre les mécanismes de gouvernance et la performance des entreprises avec différentes structures de propriété, il subsiste assurément un certain nombre de questions empiriques importantes additionnelles à étudier. Un prolongement intéressant à cette étude serait d'incorporer des variables permettant de mieux distinguer les administrateurs indépendants (par exemple, les administrateurs « affiliés » et les réseaux d'influence), comme dans l'étude de Core et *al.* (1999). L'examen de la sensibilité de la rémunération incitative à la performance de l'entreprise pourrait fournir quelques réponses à la question de savoir si les dirigeants enracinés emploient les systèmes de rémunération pour s'approprier des avantages pécuniaires non justifiés. En outre, nous pourrions préciser la classification des actionnaires dominants pour tenir compte du niveau des droits de vote et des fonctions fiduciaires des autres actionnaires importants dans la structure de propriété.

Bibliographie

Agrawal A. et Knoeber C.R. (1996), « Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September, p. 377-397.

Amann B. et Allouche J. (2000), « L'entreprise familiale, un état de l'art », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 3, n° 1, p. 33-79.

Barkema H.G. et Gomez-Mejia L.R. (1998), « Managerial Remuneration and Firm Performance : A General Research Framework », *Academy of Management Journal*, April, vol. 41, n° 2, p. 135-145.

- Barnhart S. et Rosenstein S. (1998), « Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance : An Empirical Analysis », *Financial Review*, vol. 33, p. 1-16.
- Begley J. et Feltham G.A. (1999), « An Empirical Examination of the Relation Between Debt Contracts and Management Incentives », *Journal of Accounting and Economics*, April, vol. 27, n° 2, p. 229-259.
- Ben Amar W. (2003), « Analyse de la relation entre la structure de propriété et la performance des acquéreurs au Canada », Thèse de Doctorat, HEC Montréal.
- Bhagat S. et Black B. (1999), « The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance », *The Business Lawyer*, May, vol. 54, n° 3, p. 921-963.
- Bhagat S. et Black B. (2002), « The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Performance », *Journal of Corporation Law*, Winter, vol. 27, n° 2, p. 231-273.
- Bozec Y. et Laurin C. (2004), « Concentration des droits de propriété, distribution des droits de vote et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 7, n° 2.
- Buchholtz A.K., Young M.N. et Powell G. (1998), « Are Board Members Pawns or Watchdogs ? The Link between CEO Pay and Firm Performance », *Group and Organization Management*, March, vol. 23, n° 1, p. 6-26.
- Bushee B. (1998), « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior », *Accounting Review*, July, vol. 73, p. 305-333.
- Bushee B. (1999), « Do Institutional Investors Prefer Near-Term Earnings over Long-Run Value ? », Article Presented at the 14th Contemporary Accounting Research Conference, Vancouver, October.
- Bushman R.M., Indjejikian, R.J. et Smith A. (1996), « CEO Remuneration : The Role of Individual Performance Evaluation », *Journal of Accounting and Economics*, vol. 21, p. 161-193.
- Byrd J., Parrino R. et Pritsch G. (1998), « Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value », *Financial Analysts Journal*, May/June, p. 14-30.
- Charreaux G. (1991) « Structure de propriété, relation d'agence et performance financière », *Revue Économique*, vol. 42, n° 3, mai.

- Charreaux G. (1997), « Vers une théorie du gouvernement des entreprises », in G. Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Économica, p. 121-164.
- Charreaux G. (1998), « Le point sur la mesure de la performance », *Banques et Marchés*, n° 34, mai-juin, p. 46-51.
- Charreaux G. (2002), « L'actionnaire comme apporteur de ressources cognitives », *Revue Française de Gestion*, n° spécial, *L'actionnaire*, vol. 28, n° 141, novembre/décembre, p. 77-107.
- Chung K.H. et Pruitt S.W. (1994), « A Simple Approximation of Tobin's Q », *Financial Management*, vol. 25, n° 1, p. 70-74.
- Coles J.W., McWilliams V.B. et Sen N. (2001), « An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance », *Journal of Management*, vol. 27, p. 23-50.
- Conyon M.J. et Peck S.I. (1998), « Board Control, Remuneration Committees, and Management Remuneration », *Academy of Management Journal*, vol. 41, p. 135-145.
- Core J.E., Holthausen R.W. et Larcker D. (1999), « Corporate Governance, Chief Executive Officer Remuneration, and Firm Performance », *Journal of Financial Economics*, March, vol. 51, n° 3, p. 371-406.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E. et Johnson J.L. (1998), « Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance », *Strategic Management Journal*, vol. 19, n° 3, March, p. 269-290.
- Dalton D.R., Daily C.M., Certo S.T. et Roengpitya A. (2003), « Meta-Analysis of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion ? », *Academy of Management Journal*, vol. 46, n° 1, February, p. 13-26.
- Daniels R.J. et Halpern p. (1996), « Too Close for Comfort : The Role of the Closely Held Public Société in the Canadian Economy and the Implications for Public Policy », *Canadian Business Law Journal*, vol. 26, p. 11-62.
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, December, vol. 93, n° 6, p. 375-393.
- Fama E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n° 2, p. 288-307.
- Gagnon J.M. et St-Pierre J. (1995), « Alternative Mechanisms For Corporate Governance and Board Composition », in J.D. Ronald et

- R. Morck, *Corporate Decision-Making in Canada*, University of Calgary Press, p. 149-188.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (1991), « The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance », *Financial Management*, vol. 20, n° 4, p. 101-112.
- Hermalin B.E. et Weisbach M.S. (2003), « Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution : A Survey of the Economic Literature », *Economic Policy Review*, April, vol. 9, n° 1, p. 7-26.
- Himmelberg C.P., Hubbard R.G. et Palia D. (1999), « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance », *Journal of Financial Economics*, vol. 53, p. 353-384.
- Jensen M. et Meckling W. (1976), « Theory of the Firm : Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure », *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Lambert R.A., Larcker D.F. et Verrecchia R.E. (1991), « Portfolio Considerations in Valuing Executive Compensation », *Journal of Accounting Research*, vol. 29, n° 1, Spring, p. 129-149.
- Lambert R.A., Larcker D.F. et Weigelt K. (1993), « The Structure of Organizational Incentives », *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, n° 3, September, p. 438-461.
- Magnan M., St-Onge S. et Calloc'h Y. (1999), « The Impact of Directors' Power on the Use of Performance-Contingent Remuneration For CEOs », Document de travail – HEC Montréal.
- Morck R.K. (1996), « On the Economics of Concentrated Ownership », *Canadian Business Law Journal*, vol. 26, p. 63-85.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, January/March, vol. 20, n° 1-2, p. 293.
- Murphy K. J. (1999), « Executive Compensation », in O. Ashenfelter O. et D. Card, *Handbook of Labor Economics*, vol. 3, North Holland.
- Nguyen L. (2002), « Family-Run Companies Consider Themselves Unique », *Globe and Mail*, October 8, p. B7.
- Park Y.W., Nelson T et Torabzadeh K.M. (2000), « Controlling Shareholder and Executive Incentive Structure : Canadian Evidence », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 17, n° 3, p. 245-254.
- Perfect S.B. et Wiles K.W. (1994), « Alternative Construction of Tobin's Q : An Empirical Comparison », *Journal of Empirical Finance*, vol. 1, p. 313-341.

TSE - Toronto Stock Exchange Committee On Corporate Governance in Canada (1994), « Where Were the Directors? » (The Dey Report), Toronto, Canada.

Yermack D. (1996), « Higher Market Valuation of Companies with a Smaller Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, vol. 40, n° 2, p. 185-212.

Zeckhauser R.J. et Pound J. (1990), « Are Large Shareholders Effective Monitors ? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance », in R.G. Hubbard, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, p. 149-180.

Zhou X. (2001), « Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance : Comment », *Journal of Financial Economics*, vol. 62, p. 559-571.