

DETTE, CONSEIL D'ADMINISTRATION, PROPRIETE MANAGERIALE ET PERFORMANCE

Paul André*, Nadia Smaili,**

** Professeur, Département Comptabilité Financière et Contrôle de Gestion. Directeur de la recherche, Chaire KPMG Financial Reporting, ESSEC Business School, , Avenue Bernard Hirsch, BP 50105 Cergy, 95021 Cergy Pontoise Cedex, France. andre@essec.fr +33 (0) 1. 34.43.32.02*

*** Professeure, Département des Sciences Comptables, ESG-UQAM, Montréal, Canada. smaili.nadia@uqam.ca + 1 514 987 3000 poste 4857*

FINANCIAL REPORTING ESSEC-KPMG CENTRE

WORKING PAPER



About the ESSEC-KPMG Financial Reporting Centre

The ESSEC-KPMG Financial Reporting Centre specialises in financial reporting under International Financial reporting Standards (IFRS). Created in 2005, the year in which European listed companies started to use IFRS, the Centre monitors closely the activities of the International Accounting Standards Board and the application of IFRS by European companies.

Our sponsor, KPMG, contributes with financial resources to help the Centre achieve its objectives.

The activity of the Centre falls into three inter-related streams activity : IFRS Observatory, Education and Research. The Chair is headed by three permanent faculty members of the ESSEC Accounting and Management Control Department : Peter Walton, Wolfgang Dick and Paul André.

For more information about the Centre, visit : www.essec-kpmg.net

DETTE, CONSEIL D'ADMINISTRATION, PROPRIETE MANAGERIALE ET PERFORMANCE

RESUME

Le but de cette étude est d'examiner d'abord l'interdépendance entre la dette, la propriété managériale et le conseil d'administration et d'analyser en second lieu l'impact de leur détermination conjointe sur la performance en utilisant diverses méthodologies. Nous suggérons que la banque par son rôle disciplinaire de la dette a un effet sur l'efficacité du conseil d'administration, la propriété managériale et sur la performance. L'examen de l'interdépendance entre ces mécanismes de gouvernance montre que les résultats changent selon la méthodologie adoptée. Il en ressort cependant l'existence d'une substitution entre le conseil d'administration et la propriété managériale. En examinant l'effet de ces mécanismes sur la performance, nos résultats confirment l'hypothèse d'équilibre suggérée par Coles et al. (2008), Chidambaran et al. (2008) et Agrawal et Knoeber (1996) entre les mécanismes internes et la performance.

Mot clés : Gouvernance, Propriété managériale, Conseil d'administration

L'étude a été financée par des fonds du Conseil de la Recherche des Sciences Humaines du Canada. Paul André est également financé par la Chaire KPMG Financial Reporting de l'ESSEC Business School.

1. INTRODUCTION

Nul ne doute à présent que la gouvernance peut affecter la valeur de la firme (Bebchuk et al. 2009). Les premières études dans ce domaine ont examiné les mécanismes de gouvernance individuellement (par exemple, McConnell et Servaes, 1990; Morck, Shleifer et Vishny, 1988). D'autres ont analysé la relation entre la gouvernance et la performance en utilisant des indices de gouvernance ou des scores (Brenes et al., 2011; Bebchuk et al. 2009; Brown et Caylor, 2004). Dans l'ensemble, ces études montrent que seulement certaines caractéristiques de gouvernance ont un impact sur la performance. Les résultats sont parfois contradictoires et peu concluants (Larcker et al., 2005; Bhagat et Black, 1999). Elles témoignent de la complexité à examiner la relation entre le système de gouvernance et la performance pour plusieurs raisons. La première peut être attribuée aux problèmes méthodologiques. En plus, la plupart de ces études ont ignoré l'interdépendance de ces mécanismes de gouvernance. Il s'avère ainsi essentiel d'examiner l'interdépendance entre les mécanismes afin de mieux comprendre leur impact sur la performance. Les mécanismes de gouvernance peuvent être des substituts ou complémentaires (Becher et Frye, 2011). De plus, rares sont les études qui ont examiné conjointement l'effet disciplinaire de la banque (à travers la dette) et des actionnaires (à travers le conseil d'administration) sur le pourcentage d'actions octroyé aux gestionnaires et sur la performance. Nous considérons que ces mécanismes sont parmi les principaux composants d'un système de gouvernance. D'ailleurs, dans ce qui suit, nous définissons la gouvernance comme un ensemble de mécanismes interdépendants permettant de discipliner les actions managériales dans le but de maximiser la valeur de la firme ou de ses importants partenaires (banque et actionnaires) et de favoriser la création des connaissances internes.

Nous examinons trois mécanismes de gouvernance : la dette, la propriété managériale et le conseil d'administration. En fait, nous pensons que ces mécanismes sont les principaux garants des intérêts des pourvoyeurs des fonds. Par son rôle légal de protection des intérêts des actionnaires, le conseil est le principal organe de gouvernance. La banque par son rôle disciplinaire à travers les dettes, jouit d'un contrôle considérable sur l'espace discrétionnaire du dirigeant. Il est intéressant d'analyser entre autre l'effet de la dette sur l'efficacité du conseil d'administration et sur la structure de propriété. Enfin, l'accès à la propriété par le management à travers l'octroi des actions de l'entreprise apparaît comme la solution privilégiée des entreprises afin d'aligner les intérêts de leur dirigeants à ceux des actionnaires.

Notre objectif est double. Nous analyserons d'abord l'interdépendance entre ces mécanismes (dette, propriété managériale et conseil d'administration). Ensuite, nous examinons l'impact de ces mécanismes sur la performance. Cette étude contribue à la littérature existante en examinant conjointement le niveau d'endettement, l'efficacité du conseil et le pourcentage de propriété du Directeur Général (DG). Nous examinons cette relation en utilisant plusieurs méthodologies (l'approche des équations simultanées, la méthode des moindres carrés, en coupe transversale et longitudinale) en utilisant des données canadiennes.

Cette étude montre que les résultats de l'examen de l'interdépendance entre la dette, la propriété managériale et le conseil dépendent largement des méthodes économétriques utilisées. Les résultats suggèrent la substitution entre le conseil d'administration et la propriété managériale et l'impact significatif du niveau d'endettement sur le niveau d'actions détenu par le DG et non le contraire. L'analyse de la détermination conjointe de ces mécanismes avec la performance confirme l'hypothèse d'Agrawal et Knoeber (1996) selon laquelle les mécanismes de contrôle internes sont déterminés conjointement et «optimalement» pour améliorer la performance de l'entreprise. Cette condition d'équilibre a été confirmée.

Le reste du papier est organisé comme tel. Premièrement, nous examinons les plus importantes études analysant la relation entre la gouvernance et la performance de l'entreprise. Ensuite, nous exposons la méthodologie utilisée. Enfin, nous présentons les résultats.

2. REVUE DE LITTÉRATURE

Nous proposons d'analyser l'interdépendance entre la dette, la propriété managériale et le conseil d'administration dans le cadre de la théorie d'agence. Ce choix se justifie de deux manières. Premièrement, le paradigme de la théorie d'agence est celui qui prédomine dans la plupart des travaux empiriques sur la gouvernance. De plus, la théorie d'agence s'applique mieux au contexte canadien dont l'environnement légal encourage et renforce la protection des investisseurs (La Porta et al., 1998). Selon la théorie d'agence, la propriété managériale, la dette et la composition du conseil constituent les plus importants mécanismes de gouvernance internes et contrôlables dans la firme.

Lapropriété managériale, le conseil d'administration et de la dette : un bref aperçu sur leurs rôles

Augmenter le nombre des actions détenues par les managers est la méthode la plus directe d'aligner les intérêts des gestionnaires avec ceux des actionnaires (Berle et Means, 1932). Plusieurs études ont montré l'importance de ce mécanisme de gouvernance dans l'amélioration de la performance financière de la firme (Chidambaran et al., 2008; Morck, Shleifer et Vishny, 1988; Demsetz et Lehn, 1985; Hermalin et Weisbach, 1988; Chung et Pruitt, 1998) et l'atténuation des risques de fraude (Farber, 2005; Beasley, 1996). La plupart des études montrent que la propriété managériale est influencée par l'ancienneté du DG dans l'entreprise, les dépenses dans les recherches et développement (R&D) et de la performance passée. En particulier, la propriété managériale serait liée positivement à l'ancienneté et aux dépenses en R&D. Agrawal et Knoeber (1996), par exemple, suggèrent que la durée de présence du DG dans l'entreprise est liée positivement à la propriété managériale. L'augmentation des dépenses en R&D pourrait inciter l'organisation à augmenter la participation des managers afin d'aligner leurs intérêts et de réduire le problème d'horizon. Cette relation a été étudiée par Dechow et Sloan (1991) et Murphy et Zimmerman (1993).

D'un autre côté, le conseil d'administration jouit d'une importance cruciale dans la gouvernance des entreprises. Il est le représentant des intérêts des actionnaires (Fama et Jensen, 1983; Fama, 1980). Plusieurs études ont montré que les administrateurs externes indépendants¹ ont des jugements indépendants sur la conduite managériale et la performance des managers (Farber, 2005; Rosenstein et Wyatt, 1990). Leur principal rôle est de contrôler les comportements des managers et de s'assurer que leurs intérêts s'alignent avec ceux des actionnaires. Cependant, Erickson et al. (2005) ne trouvent pas de relation significative entre la présence des administrateurs externes et la performance. Nous proposons dans notre étude d'analyser l'indépendance du conseil en développant deux variables : le pourcentage des administrateurs externes indépendants présents dans le conseil et l'efficacité de conseil d'administration.

Il est aussi plus facile de modifier la structure du conseil en augmentant le nombre des administrateurs externes avec l'arrivée d'un nouveau DG. De plus, en cherchant à faire une bonne impression, un nouveau DG pourrait introduire de nouveaux administrateurs indépendants dans le conseil. Une relation positive est aussi probable entre la performance antérieure de l'entreprise et le nombre des indépendants dans le conseil. Par exemple, une entreprise à faible performance antérieure, cherchera à avoir plus d'administrateurs indépendants dans son conseil d'administration (Farber, 2005; Weisbach, 1988). Enfin, nous pouvons observer une augmentation du nombre des administrateurs indépendants (ou non-liés) suite aux pressions externes (par exemple, une nouvelle réglementation).

D'un autre côté, la littérature sur la théorie d'agence suggère que la dette peut réduire les coûts d'agence. La banque a ainsi un rôle disciplinaire (Ivashina et al., 2009). Jensen (1986) suggère que la dette réduit le contrôle des managers sur les cash flows de l'entreprise et limite ainsi leur comportement opportuniste. Elle permet d'atténuer les conflits d'intérêts et l'asymétrie d'information, mais augmente en parallèle le risque de faillite. Certaines recherches ont montré que les dettes dépendent des caractéristiques de structure de capital y compris la propriété managériale et des dépenses en R&D (Bathala et al., 1994; Jensen et al., 1992).

Interdépendance entre la dette, la propriété managériale et la structure du conseil

Endettement et conseil d'administration

Certaines études ont souligné l'interrelation entre l'endettement et la gouvernance (Armstrong et al., 2010; Schauten et Van Dijk, 2010). Par exemple, Setia-Atmaja et al. (2009) suggèrent que les entreprises familiales utilisent la dette comme un substitut à la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil. L'étude de Rao et Lee-Sing (1996) portant sur les entreprises canadiennes a montré que le nombre des administrateurs est corrélé négativement avec son niveau d'endettement. La composition du conseil et le niveau d'endettement sont deux mécanismes substitués du gouvernement d'entreprise. Donc, une diminution du niveau d'endettement pourrait entraîner une augmentation du nombre des administrateurs indépendants. De même, si une entreprise choisit d'avoir accès à un financement externe par dette, les coûts d'agence seront réduits par un plus important contrôle des banques. L'entreprise n'a plus besoin de contrôler davantage les gestionnaires par un conseil d'administration dont les coûts d'agence excéderont ses bénéfices.

Endettement et propriété managériale

La propriété managériale peut affecter les décisions sur le choix de financement et le niveau d'endettement (Agca et Mansi, 2008; Agrawal et Mandelker, 1987). Jensen et al. (1992) ont examiné la détermination simultanée de la propriété managériale, le ratio d'endettement et le ratio de dividendes. Leurs résultats montrent qu'une augmentation du pourcentage d'actions détenues par les gestionnaires ou des paiements des dividendes diminue l'endettement. Agrawal et Mandelker (1987)

¹Pour être indépendants, les administrateurs ne doivent pas être employés par l'entreprise, ou n'avoir aucune dépendance économique ou psychologique avec les managers (parents, enfants, mari...), ou même employés dans une entreprise faisant affaires avec cette dernière.

rappellent que l'actionnariat des managers affecte aussi les décisions concernant la structure de capital et de dividendes, et que l'augmentation des actions détenues par les gestionnaires résoudrait le problème d'horizon. Leland et Pyle (1977) et Kim et Sorenson (1986) suggèrent une relation positive entre la propriété managériale et la dette. Cette relation est expliquée par les coûts d'agence des dettes. Friend et Lang (1988) et Friend et Hasbrouck (1987) stipulent que les gestionnaires ayant une part importante des actions de l'entreprise auraient ainsi un portefeuille moins diversifié, et seraient plus motivés à réduire le risque financier. D'autant plus que cette entreprise, avec une importante propriété des gestionnaires, peut avoir un coût faible du capital et un coût important de la dette, vu que les intérêts des managers sont alignés avec les propriétaires et les créditeurs.

Conseil d'administration et propriété managériale

Les études sont ambiguës quant à la relation entre le conseil d'administration et la propriété managériale. Coles et al. (2008) montrent que le pourcentage d'administrateurs indépendants et la propriété managériale sont déterminés conjointement. Barnhart et Rosenstein (1998) montrent que le pourcentage des administrateurs externes est lié positivement à la dette et à la propriété des insiders. Agrawal et Knoeber (1996) suggèrent une relation négative entre la fraction des externes dans le conseil et la propriété managériale (calculée par le pourcentage des actions détenus par les administrateurs et les managers) en utilisant la méthode des moindres carrées ordinaire (MCO). Cette relation devient non significative en appliquant la méthode des équations simultanées (2SLS). Barnhart et Rosenstein (1998) suggèrent que la propriété managériale détermine négativement la fraction des administrateurs externes. Mais, la fraction des administrateurs externes n'affecte pas la propriété managériale.

3. METHODOLOGIE ET INTERPRETATION DES RESULTATS

Cette étude examine tout d'abord l'interdépendance entre la dette, la propriété managériale et la structure du conseil, et ensuite leurs impacts sur la performance. Barnhart et Rosenstein (1998) montrent que les résultats concernant l'interdépendance des mécanismes dépendent des spécifications des modèles. Il existe des différences de significativité et de signes de coefficients selon l'approche économétrique utilisée. Nous proposons alors de tester les modèles en coupe transversale d'une part et d'autre part en analyse longitudinale.

L'échantillon est constitué de 161 firmes canadiennes appartenant à huit différentes industries entre 1993 et 2000. Le choix de cette période est motivé du fait que les changements observés dans la gouvernance interne sont moins sensibles à l'environnement externe tel que les changements réglementaires. En effet, suite aux scandales financiers aux États-Unis et au Canada, plusieurs règlements ont imposé des changements considérables dans le conseil d'administration. Nous contrôlons ainsi l'effet de la réglementation en collectant des données sur les entreprises canadiennes avant la loi Sarbanes-Oxley. Les différentes données portant sur la structure de propriété et la composition du conseil de chaque entreprise ont été ainsi collectées principalement à partir des circulaires d'informations. Les informations sont aussi recueillies de la bourse de Toronto (TSE) et du site Sedar. Les variables analysées sont présentés dans le Tableau 1.

(insérer tableau 1 ici)

3.1. Interdépendance entre la dette, la propriété managériale et le conseil d'administration (analyse en coupe transversale)

Description du modèle et des variables

Pour analyser la relation entre la dette, la propriété managériale et le conseil d'administration (indépendance et efficacité), l'utilisation de la méthode de moindres carrés donnent des estimateurs biaisés (Green, 2000). Par conséquent, l'approche des équations simultanées (Bathala et al., 1994) est adoptée dans cette étude.

Le modèle est composé de trois équations de mécanismes de gouvernance à savoir la dette, la propriété managériale et la fraction des administrateurs (ou le score). Chacune de ces variables telles qu'elles sont présentées dans le Tableau 1 est déterminée en fonction des deux autres mécanismes endogènes et des variables de contrôle (l'ancienneté d'un DG (TCEO) ou l'arrivée d'un nouveau DG (NCEO) et la performance antérieure (PREN)).

La spécification du modèle est présentée comme suit:

$$OCEO = f_1(DETTE, FIND \text{ ou } EFFICACE, PREN, TCEO)$$

$$EFFICACE = f_2(OCEO, DETTE, PREN, NCEO)$$

$$FIND = f_3(OCEO, DETTE, PREN, TCEO)$$

$$DETTE = f_4(OCEO, EFFICACE \text{ ou } FIND, RDR, TECO)$$

Avec f_i ($i=1$ à 4) : fonction linéaire

Pour examiner la propriété managériale, nous avons considéré le pourcentage des actions détenues par le DG (OCEO). Ceci s'explique du fait qu'au Canada, les plus importantes décisions managériales sont souvent prises par le DG. À la lumière des résultats de Leland et Pyle (1977) et Kim et Sorenson (1986), nous nous attendons à une relation positive entre la dette et la propriété du DG. Cependant, nous supposons une relation de substitution entre le pourcentage des administrateurs indépendants (FIND) et la propriété des actions détenues par le DG. L'augmentation du pourcentage d'administrateurs indépendants affectera négativement le pourcentage des actions détenues par le DG. Nous introduisons deux variables de contrôle pouvant affecter le niveau de la propriété managériale (la performance antérieure et l'ancienneté du DG). Nous supposons que la performance antérieure affectera négativement le pourcentage d'actions détenues par le DG. En effet, suite à une performance détériorée, l'entreprise pourra augmenter la fraction des actions détenues par les managers pour mieux aligner leurs intérêts à ceux des actionnaires. Enfin, nous supposons une relation positive entre l'ancienneté et le pourcentage d'actions détenues par le DG (Agrawal et Knoeber, 1996).

Nous examinons les caractéristiques du conseil en développant deux variables sur l'indépendance et l'efficacité du conseil d'administration. À l'instar de la plupart des études, nous mesurons l'indépendance du conseil par le pourcentage d'actions détenues par le DG (FIND). Nous développons un score pour mesurer l'efficacité du conseil (EFFICACE). Ce score peut prendre la valeur 1, 2 ou 3 selon le niveau d'efficacité du conseil. Nous suggérons qu'un conseil efficace dépend, entre autre, de trois importants facteurs, le nombre d'administrateurs, la fraction des administrateurs indépendants et la nature du leadership. Un conseil efficace (score égale à 3) est composé par au moins 2/3 des administrateurs indépendants (Faleye et Huson, 2002), par une taille relativement faible par rapport à l'industrie² et caractérisée par la séparation des tâches du président du conseil et du Directeur Général. Le score prend la valeur de 1 si le conseil est peu efficace (càd, la fraction des indépendants est inférieure à 2/3, la taille est supérieure à la médiane de l'industrie et le DG préside le conseil). Enfin, ce score prend la valeur de 2 pour une efficacité intermédiaire. Nous supposons que ces deux variables (FIND et EFFICACE) seraient liés négativement à la propriété managériale, au niveau d'endettement et à la performance passée. Nous pensons également que l'arrivée d'un nouveau DG pourrait affecter positivement la fraction des indépendants et l'efficacité du conseil.

Interprétation des résultats

Dans cette partie, nous analysons le modèle en coupe transversale (année 1993) pour 161 entreprises canadiennes. Les statistiques descriptives sont présentées dans le Tableau 2. En moyenne, le DG détient 18% des actions alors que l'actionnaire dominant externe détient 21%. Le nombre des administrateurs est de 9 dont 60% sont des administrateurs indépendants. Cependant, en

² Selon Faleye et Huson (2002), un conseil efficace a une taille relativement faible (inférieure à la médiane de l'industrie).

moyenne, le score de l'efficacité du conseil prend une valeur de 1,7 soit proche d'une efficacité intermédiaire du conseil (proche de score 2). Le ratio de la dette sur actif total est de 30%.

(insérer le tableau 2 ici)

Les résultats du modèle sont présentés dans le Tableau 3. Les résultats relatifs à la propriété managériale (colonnes 2 et 3 du Tableau 3) montrent que le modèle est plus significatif quand on introduit dans l'équation la variable relative à la fraction des administrateurs indépendants (FIND) que celle sur l'efficacité du conseil (EFFICACE). Les résultats soutiennent l'hypothèse de la substitution entre la propriété managériale et la composition du conseil. Il apparaît également que la dette et l'ancienneté du DG affectent positivement la propriété managériale. Ceci peut s'expliquer par le fait qu'augmenter les actions octroyés aux gestionnaires pourrait être une solution pour les motivés à réduire le risque financier (Friend et Lang, 1988). Cependant, la performance antérieure affecte négativement la propriété managériale. Ceci peut s'expliquer du fait que suite à une mauvaise performance, le conseil d'administration augmenterait davantage les actions détenues par le DG pour mieux aligner ses intérêts à ceux des actionnaires.

Cependant, les résultats montrent que le conseil d'administration et la propriété managériale n'affecte pas le niveau d'endettement (colonnes 4 et 5). Ces résultats sont à l'encontre de ceux trouvés par Agca et Mansi (2008) et Agrawal et Mandelker (1987). Il existe cependant une relation négative entre l'ancienneté du DG et le niveau d'endettement. Ce résultat peut s'expliquer par le fait que le DG tente de réduire le risque de faillite quand la durée de sa présence est plus importante. Il est à noter également que le pouvoir explicatif du modèle comprenant la variable EFFICACE est plus important que celui avec FIND.

Enfin, les résultats concernant le conseil d'administration (colonnes 6 et 7) confirme la substitution des mécanismes entre le conseil d'administration et la propriété managériale. Ainsi, un DG détenant une importante fraction des actions acquiert davantage de pouvoir et influencerait, par conséquent, le nombre des administrateurs sous son contrôle en augmentant le nombre d'administrateurs reliés (internes). Enfin, les résultats montrent que l'arrivée d'un nouveau dirigeant améliore l'efficacité du conseil d'administration et son indépendance.

(insérer le tableau 3 ici)

3.2. Impact des mécanismes sur la performance (analyse longitudinale)

Description du modèle et des variables

Le but de cette partie est d'examiner la relation entre la dette, la propriété du DG, l'efficacité du conseil et la performance sur une période de six années soit de 1993 à 2000. Nous utilisons la méthode des équations simultanées et une analyse longitudinale. Les spécifications du modèle sont relativement semblables à celui utilisé dans la première partie. La principale différence est que nous remplaçons la variable exogène relative à la performance antérieure (PREN) dans les équations du modèle par une variable relative à la performance actuelle (REN). Nous intégrons deux variables de contrôle au modèle à savoir les dépenses en R&D et la présence d'un actionnaire dominant. Nous contrôlons pour cette dernière, mesurée par pourcentage d'actions détenu par un actionnaire externe³ (BLOCK) puisque l'une des caractéristiques de la structure de propriété des entreprises canadiennes est la concentration de propriété. Enfin, nous proposons dans cette analyse d'introduire une nouvelle variable (REG) pour contrôler pour les recommandations des rapports Dey et Saucier⁴.

Enfin, nous supposons que la performance (REN) est expliquée par les mécanismes de gouvernance (OCEO, DETTE et EFFICACE) et de variables de contrôle.

Le modèle utilisé est :

$$\begin{aligned} OCEO &= f_1 (DETTE, EFFICACE, REN, RDR, BLOCK, TCEO, Dummies) \\ EFFICACE &= f_2 (OCEO, DETTE, REN, NCEO, RDR, BLOCK, REG, Dummies) \\ DETTE &= f_3 (OCEO, EFFICACE, REG, TCEO, RDR, BLOCK, REN, Dummies) \\ REN &= f_4 (DETTE, OCEO, REG, EFFICACE, RDR, BLOCK, NCEO, Dummy) \end{aligned}$$

Interprétation des résultats

Nous commençons par présenter les statistiques descriptives relatives aux différentes variables dans le Tableau 4. Ensuite, nous analysons les résultats des analyses effectuées par la méthode des moindres carrés (MCO). Enfin, nous analysons l'interdépendance entre la dette, la propriété du DG, l'efficacité du conseil et leurs impacts sur la performance.

(insérer le tableau 4 ici)

³ Nous considérons que la propriété de l'actionnaire dominant externe est exogène malgré que certaines études ont mis en évidence l'endogénéité de cette variable (Agrawal et Knoeber, 1996) afin de remplir les conditions d'identification du système.

⁴ Les rapports Dey et Saucier proposent des recommandations dans le but d'améliorer la gouvernance des entreprises canadiennes. Parmi ces recommandations, l'augmentation du nombre des administrateurs non-relé ou indépendants dans le conseil d'administration.

Les résultats montrent qu'en moyenne le DG des entreprises canadiennes a détenu plus de 18 % des actions. En comparant les statistiques descriptives de 1993-2000 et celles de 1993 présentés dans la première partie, nous observons, entre autre, une légère amélioration de l'efficacité du conseil due à une augmentation de la fraction des administrateurs indépendants (en 1993 était de 60% contre 63% en moyenne entre 1993 et 2000) et une diminution du pourcentage des entreprises où le DG préside au conseil d'administration. En général, nous remarquons à partir de ces premières analyses descriptives certains changements dans les mécanismes de gouvernance, probablement dus aux propositions des rapports Dey et Saucier⁵ dans cette période.

Résultats de la méthode des moindres carrés (MCO)⁶

En ignorant dans cette partie l'interdépendance entre la propriété du DG, l'efficacité du conseil, la dette et la performance. Les résultats montrent que seulement l'ancienneté du DG (TCEO) affecte positivement la performance. Ces résultats sont conformes aux résultats de Barnhart et Rosenstein (1998). De plus, les résultats de la méthode MCO appliquée à l'équation relative à la dette montrent que l'ancienneté du DG et les dépenses en recherches et développement sont significativement liées à la dette. Ces résultats sont conformes à l'étude de Bathala et al. (1994).

La variable relative à l'efficacité du conseil d'administration (EFFICACE) prend la valeur de 1, 2 et 3. Nous ne pouvons donc pas estimer les coefficients par la méthode de MCO. La méthode logit ordinal permet de donner des estimations efficaces. Les résultats de cette régression montrent que la dette et l'ancienneté du DG affectent négativement l'efficacité du conseil. Il existe alors une substitution entre le niveau d'endettement et le conseil d'administration selon cette méthode.

Résultats de l'approche des équations simultanées

Les résultats de l'approche des équations simultanées sont présentés dans le Tableau 5. Selon les résultats, la propriété managériale est affectée positivement par le niveau d'endettement et l'ancienneté du DG tels que trouvés par les études précédentes (Leland et Pyle, 1977; Kim et Sorenson, 1986).

Les résultats de la régression relative à la dette (colonne 3) montrent que les dépenses en R&D et la présence d'un actionnaire externe affectent négativement le ratio de l'endettement de l'entreprise. Jensen (1986) suggère une relation négative entre les dépenses en R&D et le niveau d'endettement. De plus, les entreprises ayant un important actionnaire externe utiliseront moins les dettes comme mécanisme disciplinaire (Jensen, 1986; Bathala et al., 1994). Contrairement aux résultats de l'approche MCO, la durée de présence de CEO (TCEO) n'affecte pas le niveau d'endettement.

Le pourcentage d'actions détenues par le DG affecte négativement et significativement l'efficacité du conseil d'administration, ce qui confirme l'hypothèse de la stratégie d'enracinement du DG. En s'appropriant une importante fraction d'actions, le DG peut entraver un fonctionnement efficace de

⁵ Les rapports Dey et Saucier proposent des recommandations dans le but d'améliorer la gouvernance des entreprises canadiennes. Parmi ces recommandations, l'augmentation du nombre des administrateurs non-relé ou indépendants dans le conseil d'administration.

⁶ Les résultats de MCO ne sont pas rapportés dans ce document. Ils sont disponibles sur demande. Nous avons voulu reproduire les résultats en utilisant cette méthode malgré son imperfection pour comparer nos résultats selon les méthodes économétriques et les comparer aux études précédentes dans ce domaine.

conseil. Ce dernier trouverait difficile de contredire les décisions du DG. Contrairement aux résultats trouvés avec la méthode MCO, le coefficient de la DETTE perd de sa significativité en appliquant l'approche des équations simultanées.

(insérer le tableau 5 ici)

Enfin, en appliquant l'approche des équations simultanées, il apparaît que la gouvernance n'a aucun effet significatif sur la performance (colonne 5, Tableau 5). Ces résultats appuient les prédictions d'Agrawal et Knober (1998), Palia (2001) et Coles et al. (2008) qu'en équilibre, les coefficients des différents mécanismes sont non significatifs puisque ces derniers ont été choisis de façon optimale dans l'entreprise. Les résultats suggèrent aussi que les dépenses en R&D affectent négativement la performance⁷.

Cette étude montre qu'en général la significativité des coefficients et les résultats changent selon les méthodes économétriques utilisées. Il en ressort que la propriété managériale est un déterminant important de l'efficacité du conseil d'administration. Le sens inverse de la relation dépend de la méthodologie utilisée. En examinant la détermination conjointe de ces mécanismes avec la performance, les résultats confirment l'hypothèse d'équilibre. Notre recherche met ainsi en évidence l'importance d'établir un contrat « optimal » entre l'entreprise et le DG. Les résultats suggèrent que les mécanismes changent suite à un changement dans la performance et non le contraire. La relation est dans un sens unique.

3.3. Analyses de sensibilité

Barnhart et Rosentsein (1998) soulignent l'importance d'effectuer des analyses de sensibilité dans les études examinant l'interdépendance des mécanismes. En effet, ils montrent grâce aux différentes analyses présentées dans leur étude que la significativité des coefficients change selon les variables instrumentales choisies, l'introduction de variables additionnelles et celles relatives à l'industrie. Nos résultats restent presque inchangés en contrôlant pour l'industrie. De plus, nous réexaminons le modèle en coupe transversale en introduisant dans les trois équations une variable relative à l'importance de l'actionnaire dominant externe, certaines variables perdent de leur significativité. C'est le cas de l'équation relative au pourcentage d'actions détenues par le CEO où presque toutes les variables explicatives (FIND et DETTE) deviennent non significatives. Nous avons aussi ajouté une variable additionnelle relative au pourcentage des actions détenues par les propriétaires institutionnelles (INSTIT) dans les différentes équations. Les résultats montrent que l'ajout de cette dernière n'affecte pas la significativité des autres variables. De plus, elle n'est significative dans aucune des régressions.

4. CONCLUSION

Plusieurs études ont examiné l'interdépendance de certains mécanismes de gouvernance et la performance. La plupart montrent que les mécanismes de gouvernance internes sont conjointement déterminés avec la performance. Nous avons proposé, dans une première partie, d'examiner l'interdépendance entre la dette, la propriété du DG et l'efficacité du conseil, en utilisant l'approche des équations simultanées. Puis, nous avons examiné la détermination conjointe de ces mécanismes avec la performance. Les résultats de l'étude supportent, en particulier l'hypothèse d'équilibre entre les mécanismes internes contrôlables (dette, propriété du DG et le conseil d'administration) et la performance. De plus, il apparaît que les caractéristiques du DG sont les plus déterminantes en matière de gouvernement d'entreprise. Les futures recherches dans ce domaine pourraient examiner davantage la rémunération globale des DG et des cadres, en prenant en considération les options, et non seulement, le pourcentage des actions détenues. Une analyse plus approfondie de l'interdépendance entre les mécanismes et la performance pourrait examiner la relation entre la

⁷Barnhart et Rosenstein (1998) trouvent que les dépenses en recherches et développement n'affectent pas la performance.

structure de capital (dette, dividende et rachat d'actions), la rémunération des cadres et la performance. Une recherche internationale serait également intéressante.

BIBLIOGRAPHIE

Agca, S. et Mansi, S., 2008, Managerial ownership, takeover defenses and debt financing, *The Journal of Financial Research*, 31,2, 85-103.

Agrawal, A. et Knoeber, C., 1996, Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 3, 377-397.

Agrawal, A. et Mandelker, G., 1987, Managerial incentives and corporate investment and financing decisions, *Journal of Finance*, 42, 823-837.

Armstrong, C., Guay, W. et Weber, J., 2010, The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting, *Journal of Accounting & Economics*, 50, 2/3, 179-198.

Bathala, C, Moon, K. et Rao, R., 1994, Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings: an agency perspective, *Financial management*, 23,3, 38-50.

Barnhart, S.W. et Rosenstein, S., 1998, Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis, *The Financial Review*, 33,1-16.

Beasley, M. S., 1996, An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *The Accounting Review*, 71, 4, 443-664.

Berle, A. et Means, G., 1932, *The modern corporation and private property*, MacMillan.

Becher, D. et Frye, M., 2011, Does regulation substitute or complement governance ?, *Journal of Banking & Finance*, 35,3,736-753.

Bhagat, S. et Black, B., 1999, The uncertain relationship between board composition and firm performance, *Business Lawyer*, 54, 921-966.

Bebchuk, L., Cohen, A. et Ferrell., A., 2009, What matters in corporate governance, *Review of Financial Studies*, 22, 2, 783-827.

Brenes, E., Madrigal, K. Et Requena, B., 2011, Corporate governance and family performance, *Journal of Business Research*, 64, 3, 280-301.

Brown, L. et Caylor, M., 2004, Corporate governance and firm performance, Working paper.

Chidambaran, N., Palia, D. et Zheng, Y., 2008, Corporate governance and firm performance: Evidence from large governance changes, Working paper, www.ssrn.com.

Coles, J., Lemmon, M. et Wang, Y., 2008, The joint determinants of managerial ownership, board independence and firm performance, Working paper, www.ssrn.com.

Chung, K.H. et Pruitt, S.W., 1996, Executive ownership, corporate value, and executive compensation: A unifying framework, *Journal of Banking & Finance*, 20, 1135-1159.

Demsetz, H. et Lehn, L., 1985, The structure of corporate ownership: causes and consequences, *Journal of political economy*, 93, 1155-1177.

Dechow, P. et Sloan, R., 1991, Executives incentives and the horizon problem, *Journal of Accounting and Economics*, 14, 51-89.

Erickson, J., Park, Y., Reising, J. et Shin, H., 2004, Board composition and firm value under concentrated ownership: the Canadian evidence, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 4, 387-410.

Fama, E., 1980, Agency problems and the theory of the firm, *Journal of Political Economy*, 88, 2, 288-307.

Fama, E.F. et Jensen, M.C., 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.

Farber, D., 2005, Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter? *The Accounting Review*, 80, 2, 539-561.

Friend, I. et Lang, H.P.L., 1988, An empirical test of the impact of managerial self interest on corporate structure, *Journal of Finance*, 43, 271-281.

Friend, I. et Hasbrouck, J., 1987, Determinants of capital structure, *Research in Finance*, 7, 1-19.

Fayele, O. et Huson, M., 2002, Understanding acquisition returns: The role of corporate governance, Working paper, University of Alberta.

Greene, W. H, 2000, *Econometrics analysis*, Prentice Hall, p.557-566.

Hermalin, B.E. et Weisbach, M.S., 1988, The determinants of board composition, *Rand Journal of Economics*, 19, 589-606.

Ivashina, V., Nair, V., Saunders, A., Massoud, N. et Stover, R., 2009, Bank debt and corporate governance, *The Review of Financial Studies*, 22, 1, 41-78.

Jensen et Meckling, 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 4, p. 305-360.

Jensen, M. C., 1986, Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers, *American Economic Review*, 76, May, 323-329.

Jensen, G.R., Solberg, D.P. et Zorn, T.S., 1992, Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27, 2, 247-263.

Leland, H. et Pyle, D., 1977, Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation, *Journal of Finance*, 32, 371-383.

La Porta, R., Lopez de Siolanes, Shleifer, A, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106, 6, 1113-1149.

Larcker, D., Richardson, S. et Tuna, A., 2005, How important is Corporate Governance, Working paper.

Kim, D. et Sorensen, E.H., 1986, Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 131-144.

McConnell, J. et Servaes, H., 1990, *Additional evidence on equity ownership and corporate value*, *Journal of Financial Economics*, 27, 595-612.

Morck, R., Shleifer, A. et Vishny, R., 1988, Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.

Murphy, K.J. et Zimmerman, J.L, 1993, Financial performance surrounding CEO turnover, *Journal of Accounting and Economics*, 16, 273-315.

Palia, D., 2001, The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution, *Review of Financial Studies*, 14, 735–764.

Rao, P.S. et Lee-Sing, C.R., 1995, Les structures de régie, la prise de décision et le rendement des firmes en Amérique de Nord, *Finance, Économie et comptabilité*, 5, 27-45.

Rosenstein, S. et Wyatt, J.G., 1990, Outside directors, board independence, and shareholder wealth, *Journal of Financial Economics*, 26,175-192.

Setia-Atmaja, L. Tanewski, G. et Skully, M., 2009, The role of dividends, debt and board structure in the governance family controlled firms, *Journal of Business Finance & Accounting*, 36,7/8, 863-897.

Schauten, M. et Van Dijk, D., 2010, Corporate governance and the cost of debt of large European firms, Working paper, www.ssrn.com.

Toronto Stock Exchange, 1994, «Where Were The Directors?», Report of the Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada (Rapport Dey).

Weisbach, M.S., 1988, Outside directors and CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Tableau 1

Définition des variables

OCEO	Pourcentage des actions détenues par le DG
FIND	Fraction des administrateurs indépendants
EFFICACE	Effacité du conseil. Cette variable prend le score 3 si le conseil est efficace (avec une fraction des indépendants supérieure à 2/3, une taille inférieure à la médiane de l'industrie et le DG ne préside pas dans le conseil). Elle prend la valeur de 1 pour une efficacité faible du conseil (une fraction des indépendants inférieure à 2/3, taille supérieure à la médiane de l'industrie et le DG préside sur le conseil). Elle prend la valeur de 2 pour un conseil intermédiaire.
DETTE	Ratio dette sur actif
PREN	Performance antérieure (rendement annuel de l'année précédente à t-1)
REN	Performance de la firme (à t)
REG	Variable relative à la réglementation (elle prend la valeur 1 après 1995 et 0 après 1995)
BLOCK	Pourcentage d'actions détenues par le principal actionnaire externe (outre que les managers et les administrateurs) au-delà de 10%
<i>INSTIT</i>	Pourcentage d'actions détenues par les institutionnels au-delà de 10%
NCEO	Variable binaire qui prend la valeur 1 pour l'arrivée d'un nouveau DG et 0 dans le cas contraire
TCEO	Durée de présence du DG (ancienneté)
<i>RDR</i>	Ratio de dépenses en Recherche & Développement sur l'actif total
CEO=COB	Variable binaire qui prend la valeur de 1 si le DG préside sur le conseil et 0 dans le cas contraire
NBOARD	Taille du conseil

Tableau 2*Statistiques descriptives*

	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
DETTE	,0000	1,1118	,30891	,27285
CEO=COB	0	1	,36	,481
INSTIT	0	77	5,82	15,906
BLOCK	,0	96,1	20,932	28,1861
RDR	,0000	,31524	,060356	,0739072
NCEO	0	1	,15	,357
NBOARD	4	20	9,26	3,386
OCEO	,0000	,965595	,181258	,25609
FIND	,0000	1,00000	,597839	,175199
PREN	-,78039	,85365	-,0704	,318343
TCEO	5	45	11,21	8,396
EFFICACE	1	3	1,70	,673

Voir le tableau 1 pour une définition des variables

Tableau 3

Résultats de l'analyse sur l'interdépendance

<i>Variables dépendantes</i>						
<i>Variables indépendantes</i>	<i>Propriété managériale (OCEO)</i>		<i>DETTE</i>		<i>Conseil d'administration</i>	
					<i>Indépendance (FIND)</i>	<i>Efficacité (EFFICACE)</i>
<i>DETTE</i>	(0,785)*	0,047			1,462	-0,503
<i>FIND</i>	(-0,344)***		-	25,153		
<i>PREN</i>	(-0,449)*	(-0,635)*			-0,866	-0,655
<i>TCEO</i>	(0,596)**	-0,227	5,526	(-1,280)**		
<i>EFFICACE</i>		-0,638		-0,541		
<i>OCEO</i>			-	0,645	(-1,852)*	(-2,258)*
			18,498			
<i>RDR</i>			-8,876	-0,367		
<i>NCEO</i>					1,128	(1,55)*
Adjusted R ²	0,80	0,55	0,1	0,07	0,07	0,46

*, **, *** respectivement significatif à 10%, 5% et à 1%.

Voir le tableau 1 pour une définition des variables

Tableau 4
Statistiques descriptives

	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart type
DETTE	0	1	0,33	0,253
CEO=COB	0	1	0,33	0,469
INSTIT	0	78	5,48	14,874
BLOCK	0,0	100,0	21,340	27,896
RDR	0,000	1,855	0,099	0,199
NCEO	0	1	0,120	0,330
OBOARD	0,000	0,972	0,298	0,284
NBOARD	3	20	9,120	3,189
OCEO	0,000	0,965	0,154	0,243
FIND	0,000	1,000	0,624	0,179
PREN	-0,953	0,988	0,079	0,379
TCEO	1	45	7,870	7,172
EFFICACE	1	3	1,720	0,689

Voir le tableau 1 pour une définition des variables

Tableau 5
Résultats de l'analyse de l'effet simultané des mécanismes sur la performance

Variables dépendantes				
	<i>Propriété managériale (OCEO)</i>	<i>DETTE</i>	<i>Efficacité (EFFICACE)</i>	<i>Performance (REN)</i>
<i>DETTE</i>	<i>(0,705)*</i>		<i>-0,061</i>	<i>-0,604</i>
<i>FIND</i>				
<i>REN</i>	<i>-0,019</i>	<i>-0,106</i>	<i>0,086</i>	
<i>TCEO</i>	<i>(0,982)***</i>	<i>-0,859</i>		
<i>EFFICACE</i>	<i>0,388</i>	<i>-0,484</i>		<i>0,934</i>
<i>OCEO</i>		<i>0,790</i>	<i>(-0,261)**</i>	<i>00234</i>
<i>RDR</i>	<i>0,201</i>	<i>(-0,281)*</i>	<i>0,090</i>	<i>(-0,503)*</i>
<i>BLOCK</i>	<i>0,165</i>	<i>(-0,235)**</i>	<i>-0,008</i>	<i>-0,152</i>
<i>REG</i>		<i>-0,010</i>	<i>1,17</i>	<i>0,300</i>
<i>NCEO</i>			<i>0,151</i>	<i>-0,136</i>
Adjusted R ²	<i>0,511</i>	<i>0,07</i>	<i>0,03</i>	<i>0,04</i>

*, **, *** respectivement significatif à 10%, 5% et à 1%.

Voir le tableau 1 pour une définition des variables