



**Les attributs du conseil d'administration, la communication au sujet de la  
gouvernance et la qualité des résultats comptables :  
Incidence sur les marchés boursiers**

Denis Cormier  
ESG UQÀM  
C.P. 8888, Succursale Centre-ville  
Montréal, Québec  
Canada H3C 3P8

Marie-Josée Ledoux  
ESG UQÀM  
C.P. 8888, Succursale Centre-ville  
Montréal, Québec  
Canada H3C 3P8

Michel Magnan  
John Molson School of Business  
Concordia University

Septembre 2008

Les auteurs remercient l'Autorité des Marchés Financiers (Québec), le Conseil de recherche en sciences humaines du Canada (CRSH), le Fonds Québécois de recherche sur la société et la culture, PriceWaterhouseCoopers, KPMG et l'Institut des vérificateurs internes (section de Montréal) pour leur soutien financier.

## **Les attributs du conseil d'administration, la communication au sujet de la gouvernance et la qualité des résultats comptables : Incidence sur les marchés boursiers**

### **Résumé :**

Dans la présente étude, nous analysons les effets simultanés des attributs du conseil d'administration, de la communication au sujet de la gouvernance et de la qualité des résultats comptables publiés sur l'asymétrie d'information dans les marchés boursiers. À partir d'équations simultanées visant à tenir compte de l'endogénéité entre ces relations, nos résultats montrent que : (1) la communication au sujet de la gouvernance réduit la gestion des résultats ; (2) le suivi des analystes financiers et le travail du comité d'audit amènent les entreprises à publier des résultats comptables de meilleure qualité ; (3) la communication au sujet de la gouvernance réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers ; (4) la gestion des résultats comptables augmente l'asymétrie d'information ; (5) il y a complémentarité entre les attributs du conseil d'administration et la communication au sujet de la gouvernance.

Mots clés : mécanismes de gouvernance, communication au sujet de la gouvernance, asymétrie d'information, gestion des résultats.

### **Board Characteristics, Web-Based Governance Disclosure and Earnings Quality:**

#### **Impact on information Asymmetry**

#### **Abstract:**

In this study, we analyse the simultaneous effect of board of directors' characteristics, governance disclosure and earnings quality on stock market asymmetry. As expected, results suggest that (1) web-based governance disclosure reduces the extent of earnings management; (2) web-based governance disclosure reduces stock market asymmetry; (3) analyst following and audit committee size are associated with less earnings management; (4) the extent of earnings management increases stock market asymmetry, and (5) governance disclosure serves as a complement of a firm's governance mechanisms in reducing stock market asymmetry.

Key words: Earnings management, governance disclosure, governance mechanisms, information asymmetry.

# **Les attributs du conseil d'administration, la communication au sujet de la gouvernance et la qualité des résultats comptables : Incidence sur les marchés boursiers**

## **1. INTRODUCTION**

Dans la présente étude, nous analysons les effets simultanés des caractéristiques du conseil d'administration, de la communication au sujet de la gouvernance et de la qualité des résultats publiés sur l'asymétrie d'information dans les marchés boursiers. À notre connaissance, il s'agit de la première étude à analyser simultanément l'aspect de complémentarité de la communication sur le Web au sujet de la gouvernance au-delà des attributs de gouvernance de la firme de même que l'incidence sur la qualité des résultats publiés et de l'asymétrie d'information.

Plusieurs constats se dégagent de nos analyses. Premièrement, la communication au sujet de la gouvernance réduit la gestion des résultats. Par ailleurs, il ressort de nos résultats que le suivi des analystes financiers et le travail du comité d'audit amènent les entreprises à publier des résultats comptables de meilleure qualité. Troisièmement, la communication relative à la gouvernance réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers au-delà de la prise en compte des attributs de gouvernance propres à la firme. Quatrièmement, la gestion des résultats comptables augmente l'asymétrie d'information. Cela indiquerait que les investisseurs canadiens tiennent compte d'éventuelles manipulations des résultats pour fixer la cote boursière. Enfin, nos résultats font ressortir une complémentarité entre les attributs du conseil d'administration et la communication organisationnelle relative à la gouvernance.

L'étude s'articule comme suit. La section 2 présente le cadre théorique et les hypothèses. La méthodologie et les résultats empiriques font l'objet des sections 3 et 4 alors que la section 5 tient lieu de conclusion.

## **2. CADRE THÉORIQUE ET DÉVELOPPEMENT DES HYPOTHÈSES**

### **2.1 Gouvernance et qualité des résultats comptables**

La littérature antérieure démontre une relation entre l'asymétrie d'information et la qualité des résultats comptables (Dye, 1988 ; Trueman et Titman, 1988). Pour ces auteurs, la gestion des résultats n'a de sens que dans un contexte d'asymétrie d'information. En particulier, il ressort des études antérieures que la communication volontaire réduit l'asymétrie informationnelle entre les investisseurs et les dirigeants d'entreprise (Welker, 1995 ; Lang et Lundholm, 1996). Lang et Lundholm (1996) montrent que la communication volontaire attire les analystes financiers et génère des prévisions de résultats plus précises et une réduction dans la volatilité des révisions de prévisions. L'étude de Welker (1995) va dans le même sens, montrant que l'asymétrie d'information, mesurée par l'écart offre/demande, est réduite alors que la liquidité des titres augmente en fonction du niveau de communication volontaire.

En suivant le raisonnement de Dye (1988) et de Trueman et Titman (1988), dans la mesure où la communication volontaire au sujet des pratiques de gouvernance peut réduire l'asymétrie d'information, nous pouvons prévoir qu'une meilleure qualité dans la communication des pratiques de gouvernance mènera à la publication de résultats comptables de meilleure qualité. Dans la présente étude, nous mesurons la qualité des résultats comptables en estimant un modèle de gestion des résultats.

Par rapport au lien entre les attributs de la gouvernance et la qualité des résultats comptables, Beasley (1996) trouve une relation positive et significative entre la taille du conseil d'administration et la probabilité de fraude dans les états financiers alors qu'Abbott, Park et

Parker (2000) ne trouvent aucun lien entre les deux phénomènes. En outre, Bédard, Chtourou et Courteau (2004) montrent une association entre ces deux variables, mais uniquement dans le cas d'une gestion des résultats à la baisse. Peasnell, Pope et Young (2003) et Klein (2002) montrent que la présence d'administrateurs externes et indépendants a tendance à limiter la latitude managériale à dans la gestion des politiques comptables. Enfin, une relation négative entre le pourcentage d'administrateurs externes et le pourcentage de fraudes à l'information comptable et financière est mise en évidence par Dechow, Sloan et Sweeney (1996).

Niu (2006) a étudié l'effet de la qualité de la gouvernance d'entreprise sur la qualité des résultats comptables pour un échantillon de firmes canadiennes. Les mécanismes de gouvernance étudiés sont : la composition du conseil d'administration, la part de propriété détenue par les dirigeants, les droits des actionnaires et le niveau de publication des pratiques au sujet de la gouvernance d'entreprise. La qualité des résultats englobe leur pouvoir informationnel et le niveau de gestion des résultats. Leurs résultats montrent que la qualité des mécanismes de gouvernance mis en place permet de limiter le niveau des variables comptables de régularisation (VCR) discrétionnaires<sup>1</sup> et d'améliorer le pouvoir informationnel des résultats comptables. La gouvernance serait un moyen permettant de garantir la crédibilité et la fiabilité des informations comptables. Toutefois, contrairement à la prédiction de l'auteure, aucune relation significative n'est observée entre la communication au sujet de la gouvernance et les VCR discrétionnaires. L'absence d'une association statistique entre la communication au sujet de la gouvernance et la qualité des résultats comptables est peut-être due au fait que l'auteure n'a pas pris en compte le caractère de simultanéité entre les mécanismes de gouvernance, la communication au sujet de la gouvernance et l'asymétrie d'information, ce à quoi notre étude s'attardera.

Dans le contexte français, l'étude de Cormier et Martinez (2006) conduite à partir d'introductions en bourse met en évidence le rôle de la gouvernance jouée par la qualité de l'audit

externe et le contrôle de l'actionnariat. En effet, la gestion du résultat dans le but d'atteindre la prévision de résultats annoncée est fortement réduite en présence d'un actionnariat concentré et quasi nulle en présence d'un auditeur de grande taille (*big four*). En revanche, l'indépendance de conseil d'administration et le fait d'utiliser les normes IFRS comme référentiel comptable n'ont pas d'impact sur la propension des entreprises à gérer leur résultat dans le but d'atteindre les prévisions annoncées.

Dès lors, nous anticipons la publication de résultats comptables de meilleure qualité pour les firmes plus transparente dans leurs pratiques de communication au sujet de la gouvernance. D'où notre première hypothèse :

*Hypothèses 1) La communication au sujet de la gouvernance augmente la qualité des résultats comptables publiés.*

## **1.2 Qualité des résultats comptables et asymétrie d'information**

Les recherches empiriques révèlent que sur les marchés financiers très liquides où les investisseurs sont dits sophistiqués tels que le marché boursier américain, les VCR sont plus pertinentes que les flux de trésorerie pour évaluer la performance future des entreprises (Sloan, 1996). Toutefois, dans un marché boursier sophistiqué, on peut aussi s'attendre à ce que les investisseurs ne soient pas dupés par les manipulations comptables, les VCR discrétionnaires.

Par ailleurs, une valorisation par les marchés boursiers des VCR discrétionnaires permet d'envisager deux scénarios possibles (Subramanyam, 1996) : (1) la latitude managériale améliore la capacité des résultats comptables à refléter la valeur économique de la firme ; (2) le marché est inefficace vis-à-vis des VCR discrétionnaires, utilisés de manière opportuniste par les dirigeants.

Dans le premier scénario, la pertinence des résultats s'accroît avec la gestion des résultats comptable par les dirigeants, ces derniers communiquant, par le biais des VCR discrétionnaires, les informations privées qu'ils détiennent au sujet de la rentabilité future de leur entreprise. Dans l'autre scénario, les investisseurs sont non avertis et incapables de modifier leur processus décisionnel en présence de gestion stratégique des résultats (hypothèse de la fixation fonctionnelle). Conformément à ce deuxième scénario, Teoh et Rao (1998), puis Balsam, Bartov et Marquardt (2002) mettent en exergue une relation négative entre les VCR discrétionnaires et les rendements boursiers post émission de titres, ce qui laisserait supposer que les investisseurs ont été dupés par les résultats manipulés lors de l'introduction en bourse.

Dans un marché efficient, on peut toutefois s'attendre à ce que les manipulations comptables augmentent l'incertitude dans le marché boursier par rapport à une information comptable de meilleure qualité. D'où notre deuxième hypothèse :

*Hypothèses 2) La qualité des résultats comptables publiés réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers.*

### **1.3 Gouvernance et asymétrie d'information**

Quelques études antérieures montrent une relation entre la gouvernance et les rendements boursiers ou le prix des titres (par exemple, Gompers, Ishii et Metrick, 2003 ; Chen, Wei et Chen, 2003 ; Beiner, Drobetz et Zimmermann, 2006). En particulier, Chen, Wei and Chen montrent que le fait d'investir dans une firme bénéficiant d'une haute cote de gouvernance génère en moyenne 8,5% de rendement anormal. En ce qui concerne la communication au sujet de la gouvernance, les auteurs montrent qu'elle réduit, en moyenne, le coût des capitaux propres de 0,47% alors

qu'une haute cote de gouvernance le réduit, en moyenne, de 1,26%. Selon les auteurs, l'apparente supériorité des mécanismes de gouvernance au-delà de la communication au sujet de la gouvernance dans la réduction de l'asymétrie d'information est tributaire de l'environnement légal de protection des investisseurs et du niveau global de réglementation des pratiques de gouvernance. Chen, Wei and Chen trouvent que la communication au sujet de la gouvernance joue un rôle mineur dans la réduction de l'asymétrie d'information dans les marchés émergents tels que l'Asie. Selon les auteurs, cela est dû à la faiblesse des mécanismes de gouvernance en place.

Dans ce contexte, nous croyons que la communication au sujet de la gouvernance peut servir de complément aux mécanismes de gouvernance de la firme dans la réduction de l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers, en particulier au Canada où la protection des investisseurs est élevée de même que le niveau de communication au sujet de la gouvernance.<sup>2</sup>

Dès lors, la communication au sujet de la gouvernance est susceptible d'être jugée crédible par les investisseurs. Ainsi, notre troisième hypothèse se présente comme suit :

*Hypothèse 3) La communication au sujet de la gouvernance réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers au-delà des mécanismes de gouvernance du conseil d'administration.*



## **2. MÉTHODOLOGIE**

### **2.1 L'échantillon**

L'échantillon débute par 155 observations de firmes pour lesquelles nous avons codé l'information au sujet de la gouvernance sur leur site web en 2005. Initialement, nous avons collecté cette information en 2002 pour un échantillon de 189 observations pour une étude internationale (Aerts, Cormier et Magnan, 2007). Toutes les firmes non financières du Toronto Stock Exchange S&P/TSX Index ont alors été identifiées. Afin d'assurer que l'échantillon soit formé de firmes relativement actives dans le marché de l'information financière et non financière, nous avons retenu les firmes suivies par au moins deux analystes financiers. Cela correspondait à 189 firmes en 2002. Les fusions et acquisitions et les faillites ont réduit l'échantillon à 155 firmes en 2005. Notre échantillon de 155 firmes représente plus de 55% de la capitalisation boursière des firmes non financières cotées à la bourse de Toronto.

Les données financières proviennent de la base de données Stock Guide et les données sur les mécanismes de gouvernance proviennent des circulaires d'information des firmes (disponible dans la base de données SEDAR). L'échantillon final est de 136 observations car il y a 19 données manquantes en ce qui concerne l'indépendance, la taille du conseil et du comité d'audit.

### **2.2 Modèles**

Pour analyser les effets simultanés des caractéristiques du conseil d'administration, de la communication au sujet de la gouvernance et de la qualité des résultats publiés sur l'asymétrie d'information dans les marchés boursiers, nous avons recours à des équations simultanées de type

triple moindres carrés (3SLS)<sup>3</sup>. Cette approche vise à tenir compte de l'endogénéité entre la gestion des résultats, la communication au sujet de la gouvernance et l'asymétrie d'information. Deux séries d'équations sont estimées car nous utilisons deux variables distinctes pour mesurer le niveau d'asymétrie d'information : la volatilité des titres et le Tobin Q. Pour chaque série d'équations, les régressions sont estimées pour le score total de communication au sujet de la gouvernance ainsi que pour les cinq composantes du score.

(1.1) VCR discrétionnaires  $it =$

$f(b_0 + b_1 \text{ Suivi des analystes} + b_2 \text{ Indépendance du conseil} + b_3 \text{ Taille du conseil} + b_4 \text{ Taille du comité d'audit} + b_5 \text{ Communication de la gouvernance})_{it}$

(1.2) Volatilité des titres  $it =$

$f(b_0 + b_1 \text{ Risque systématique} + b_2 \text{ Suivi des analystes} + b_3 \text{ Actionnariat dispersé} + b_4 \text{ Indépendance du conseil} + b_5 \text{ Taille du conseil} + b_6 \text{ Taille du comité d'audit} + b_7 \text{ VCR discrétionnaires} + b_8 \text{ Communication de la gouvernance})_{it}$

(1.3) Communication de la gouvernance  $_{it} =$

$f(b_0 + b_1 \text{VCR discrétionnaires} + b_2 \text{Indépendance du conseil} + b_3 \text{Taille du conseil} + b_4 \text{Taille du comité d'audit} + b_5 \text{Nombre d'analystes} + b_6 \text{Actionnariat dispersé})_{it}$

(2.1) VCR discrétionnaires  $_{it} =$

$f(b_0 + b_1 \text{Suivi des analystes} + b_2 \text{Indépendance du conseil} + b_3 \text{Taille du conseil} + b_4 \text{Taille du comité d'audit} + b_5 \text{Communication de la gouvernance})_{it}$

(2.2) Tobin Q  $_{it} =$

$f(b_0 + b_1 1/\text{Actif} + b_2 \text{Rendement de l'actif} + b_3 \text{Indépendance du conseil} + b_4 \text{Taille du conseil} + b_5 \text{Taille du comité d'audit} + b_7 \text{VCR discrétionnaires} + b_8 \text{Communication de la gouvernance})_{it}$

$_{it}$

(2.3) Communication de la gouvernance  $_{it} =$

$f(b_0 + b_1 \text{VCR discrétionnaires} + b_2 \text{Indépendance du conseil} + b_3 \text{Taille du conseil} + b_4 \text{Taille du comité d'audit} + b_5 \text{Suivi des analystes} + b_6 \text{Actionnariat dispersé})_{it}$

Nous utilisons les données sur les mécanismes de gouvernance provenant des circulaires d'informations pour l'exercice 2004 car au moment de procéder au codage de la communication au sujet de la gouvernance sur les sites Web au printemps 2005, les circulaires d'information de 2004 étaient celles disponibles aux investisseurs.

## 2.3 Mesure des variables

### *Modèle de VCR discrétionnaires*

#### *Variable expliquée*

Nous mesurons la gestion des résultats à partir des variables comptables de régularisation (VCR) (*accruals*) expliquant la différence entre le résultat net et le flux de trésorerie d'exploitation. Pour une firme  $i$  et une période  $t$  données, les VCR totales sont calculées de la manière suivante :

$$(1) \quad \text{VCR}_{it} = \alpha_1 \Delta \text{CA}_{it} + \alpha_2 \text{FTE}_{it-1} + \alpha_3 \text{IMMO}_{it} + \alpha_4 \text{PERTES (1/0)} + \varepsilon_{it}$$

L'équation (1) indique que le montant des VCR est fonction de la variation du chiffre d'affaires ( $\Delta \text{CA}$ ), du flux de trésorerie généré par l'exploitation en  $t-1$  ( $\text{FTE}_{it-1}$ ) et des immobilisations en  $t$  ( $\text{IMMO}_{it}$ ). Le modèle de VCR discrétionnaires est estimé par une régression temporelle de coupe instantanée sur une période de trois ans précédant l'année 2004 (155 observations par année, soit 465 observations-années), année où nous calculons la partie non discrétionnaire des VCR. Étant donné qu'environ 28% des entreprises de notre échantillon ont publié des pertes d'exploitation au cours des trois années d'estimation des VCR discrétionnaires (2001 à 2003), nous ajoutons une variable dichotomique pour prendre en compte ce phénomène.<sup>4</sup> Le terme résiduel représente la partie des ajustements discrétionnaires, qui sont par essence manipulables.

$$(2) \quad \text{VCR}_{it} = 0.026 + 0.063 \Delta \text{CA}_{it} - 0.288 \text{FTE}_{it-1} - 0.160 \text{IMMO}_{it} - 0.092 \text{PERTES (1/0)}_{it}$$

Les coefficients de l'équation (2) (variables normalisées par l'actif total à l'exception de la variable dichotomique) servent ensuite à calculer les VCR non discrétionnaires (VCRND) :

$$(3) \quad \text{VCRND}_{it} = \alpha_1 \Delta \text{CA}_{it} + \alpha_2 \text{FTE}_{it-1} + \alpha_3 \text{IMMO}_{it} + \alpha_4 \text{PERTES (1/0)}_{it}$$

Pour dégager la partie discrétionnaire en 2004, nous déduisons du montant total des VCR les VCRND.

Pour les variables explicatives des VCR discrétionnaires, notre intérêt est d'analyser dans quelle mesure les mécanismes de gouvernance (indépendance du conseil, taille du conseil et du comité d'audit) et la dynamique informationnelle, telle que captée par le suivi des analystes financiers et la communication au sujet de la gouvernance affecte la qualité des résultats. Le travail des analystes financiers a un impact sur les politiques comptables des entreprises. Burgstahler et Eames (2006) et Phillips, Pincus et Rego (2003) constatent un niveau élevé de VCR discrétionnaires lorsque l'erreur de prévision des analystes est nulle ou faiblement positive.

#### *Variables explicatives*

*Suivi des analystes.* Le suivi des analystes financiers par son rôle de *monitoring* peut améliorer la qualité de l'information comptable publiée. DeGeorge, Ding, JeanJean et Stolowy (2005) montrent que l'influence des analystes financiers pour assurer la publication de résultats de meilleure qualité se fait davantage sentir dans les pays où la réglementation des marchés financiers est efficace. Par ailleurs, les auteurs observent que dans ces pays, les firmes ont tendance à recourir à une gestion des résultats à court terme afin d'atteindre les prévisions des

analystes financiers. Dès lors, comme le signe de la relation entre le suivi des analystes et la qualité des résultats publiés est ambigu, nous ne faisons aucune prédiction.

*Indépendance et taille du conseil d'administration.* Les études antérieures (Niu, 2006 ; Bédard, Chtourou et Courteau, 2004) montrent que la qualité des mécanismes de gouvernance, dont l'indépendance et la taille du conseil d'administration, permet de limiter le niveau des VCR discrétionnaires. Nous anticipons une relation négative entre l'indépendance du conseil d'administration et les VCR discrétionnaires.

*Taille du comité d'audit.* L'efficacité d'un comité d'audit est importante pour assurer la publication de résultats comptables de qualité (Vafeas, 2005). Au Canada, la taille minimale du comité d'audit est de trois membres et ils doivent tous être indépendants. Dès lors, nous prévoyons que le comité d'audit sera plus efficace dans son rôle d'assurer des états financiers de qualité si sa taille excède trois.

### ***Modèle d'asymétrie d'information***

#### *Variables expliquée*

Dans la littérature, plusieurs variables ont été proposées afin de capter le phénomène d'asymétrie d'information dans les marchés boursiers. Les résultats des études de Francis, Khurana et Pereira (2005), Leuz et Verrecchia (2000), Healy Hutton et Palepu (1999) et Welker (1995) montrent que le niveau d'asymétrie d'information est relié négativement à la qualité de la communication organisationnelle. Dans ces études, les variables utilisées sont soit l'écart offre/demande, la volatilité des titres boursiers ou le volume de titres traités sur une bourse. D'autres études ont recours au ratio Valeur de marché/Valeur comptable des fonds propres ou au Tobin Q (Aerts, Cormier et Magnan, 2007 ; Clarkson, Richardson et Vasrini, 2008). Dans la

présente étude, nous utiliserons les deux variables suivantes : volatilité des titres boursiers et Tobin Q.

#### *Variables explicatives – Volatilité des titres*

Nous nous appuyons sur l'étude de Leuz and Verrecchia (2000) dans le choix des variables explicatives de l'asymétrie d'information.

*Suivi des analystes.* Atiase et Bamber (1994), Imhoff et Lobo, 1992 ; Marquardt et Wiedman, 1998) avancent que le suivi des analystes est une variable de substitution pour l'information disponible aux investisseurs. Les résultats de l'étude de Roulstone (2003) montrent que la présence d'analystes financiers réduit l'asymétrie d'information. Nous anticipons une relation négative entre le suivi des analystes et la volatilité des titres.

*Risque systématique.* Plus le risque systématique est élevé, plus il devient difficile pour les investisseurs d'évaluer la valeur d'un titre boursier. Cette plus grande incertitude augmente les coûts d'information et, dès lors, le coût du capital (Leuz et Verrecchia, 2000 ; Hail et Leuz, 2006 ; Botosan et Plumlee, 2005 ; Mikhail, Walther et Willis, 2004 ; Gebhardt, Lee et Swaminathan, 2001 ; Botosan, 1997). Nous attendons une relation positive entre le risque systématique et la volatilité des titres.

*Actionnariat dispersé.* Plus l'actionnariat est dispersé, moins il y a de blocs de contrôle ayant déjà accès à l'information privée. (Leuz and Verrecchia, 2000). Nous anticipons une relation négative entre la variable Actionnariat dispersé et la volatilité des titres.

*Indépendance du conseil.* En accord avec les résultats de l'étude Rechner and Dalton (1991), nous anticipons une relation négative entre la volatilité des titres et l'indépendance du conseil, mesurée par la proportion des administrateurs indépendants ainsi que par la séparation des fonctions de directeur général et de président du conseil. La variable est de (0) si la majorité

des administrateurs ne sont pas indépendants, de (1) si la majorité des administrateurs sont indépendants et de (2) si la majorité des administrateurs sont indépendants et que les fonctions de directeur général et de président du conseil sont occupées par des personnes différentes.

*Taille du conseil d'administration et taille du comité d'audit.* En accord avec les travaux de Beasley (1996) Bédard, Chtourou et Courteau (2004), Gompers, Ishii et Metrick (2003), Chen, Wei et Chen (2003) et Beiner, Drobetz et Zimmermann (2006), nous anticipons une relation négative entre la taille du conseil d'administration et du comité d'audit et la volatilité des titres.

#### *Variables explicatives – Tobin Q*

Pour le modèle de Tobin Q, nous anticipons un signe contraire au modèle de volatilité des titres pour les variables de gouvernance et la variable VRC discrétionnaires. En effet, une réduction dans la volatilité d'un titre est susceptible d'avoir un impact positif sur le Tobin Q.

#### ***Modèle de la communication au sujet de la gouvernance***

##### *Variable expliquée*

Notre variable de communication au sujet de la gouvernance se fonde sur les indicateurs suggérés dans le rapport des Nations Unis publié en 2002 et mis à jour en 2005 *Guidance on Good Practices in Corporate Governance Disclosure* (United Nations, 2006).<sup>5</sup> Notre grille de codage comprend 17 éléments regroupés sous 5 composantes : gestion stratégiques ; dirigeants ; administrateurs ; comité d'audit ; actionnariat. L'information est collectée à partir des sites Web des entreprises.<sup>6</sup> Le contenu Web est codées en fonction de l'aspect indicatif (1 point), descriptif (2 points) et quantitative/ monétaire (3 points). Cette approche a initialement été utilisée par



Wiseman (1982), Cormier and Magnan (2003), Aerts, Cormier et Magnan (2007) et Cormier, Ledoux et Magnan (2009).

Les sites Web sont codés en ligne et sauvegardés sur CD-Rom. Afin d'assurer la cohérence dans le codage et la validité interne, deux personnes procèdent au codage de toutes les entreprises. Tout écart entre les deux codeurs est subséquemment analysé par un des chercheurs.<sup>7</sup>

### *Variables explicatives*

*VCR discrétionnaires.* Dans la mesure où la communication au sujet des pratiques de gouvernance est susceptible de mener à la publication de résultats comptables de meilleure qualité, nous introduisons la variable VRC discrétionnaire en valeur absolue. Nous prévoyons une relation négative entre les VCR discrétionnaires et la communication au sujet de la gouvernance.

*Indépendance du conseil d'administration. Taille du conseil d'administration. Taille du comité d'audit.* Nous prévoyons un lien positif entre la qualité des mécanismes de gouvernance mis en place par une entreprise et le niveau de communication au sujet de la gouvernance. À titre d'exemple, Ben-Amar et Boujenoui (2008) montrent une relation négative entre la communication au sujet de la gouvernance et l'actionnariat détenu par les dirigeants et les membres du conseil d'administration.

*Actionnariat dispersé.* La structure de propriété détermine le niveau de *monitoring* et dès lors la qualité de la communication (Eng and Mak, 2003). Les firmes à actionnariat dispersé sont plus proactives dans leur communication de l'information aux investisseurs car il n'y a pas d'actionnaire dominant ayant un accès direct à l'information (Hope, 2003). Dans le contexte

canadien, Ben-Amar et Boujenoui (2008) montrent une relation négative entre la communication au sujet de la gouvernance et l'actionnariat détenu par les dirigeants et les membres du conseil d'administration.

### *Mesure des variables*

<b>Variable</b>	<b>Mesure</b>
Volatilité des titres	Écart type des variations quotidiennes des prix
Risque systématique	Bêta
Tobin Q	Valeur de marché des actions + Valeur comptable des dettes / Valeur comptable des capitaux propres + Valeur comptable des dettes.
Suivi des analystes	Nombre d'analystes suivant une firme.
Actionnariat dispersé	Pourcentage d'actions non détenues par des blocs de contrôle de 10% ou plus.
Indépendance du conseil	(0) si la majorité des administrateurs ne sont pas indépendants ; (1) si la majorité des administrateurs sont indépendants ; (2) si la majorité des administrateurs sont indépendants et si les fonctions de directeur général et président du conseil sont occupées par des personnes différentes.
Taille du conseil	Nombre d'administrateurs au conseil d'administration.
Taille du comité d'audit	Nombre de membres au comité d'audit.

## **3. RÉSULTATS**

### **3.1 Statistiques descriptives**

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives des variables financières et des attributs de gouvernance. Le niveau des VRC discrétionnaires totaux se comparent aux études antérieures (par exemple Cormier et Martinez, 2006 dans le contexte français). En moyenne les VCR totales représentent 5,9% de l'actif et les VRC discrétionnaires 1,4%. Les entreprises sont dans une forte dynamique informationnelle puisqu'elles sont en moyenne suivies par près de sept analystes

financiers. La variable Indépendance du conseil avec une moyenne de 0,909 nous indique que dans la plupart des cas, les membres sont indépendants mais les fonctions de directeur général et de président du conseil sont occupées par la même personne. Enfin, les conseils sont d'assez grande taille (moyenne de 10 membres) et les comités d'audit dépassent de façon significative le chiffre obligatoire de trois (moyenne de 3,98).

Au tableau 2, nous retrouvons les scores de communication au sujet de la gouvernance sur le Web. Le score total est en moyenne de 17,94. Par rapport aux différentes composantes, la gestion stratégiques (6,18) et administrateurs (6,69) montrent les scores les plus élevés. Les tests Alpha de Cronbach qui mesurent la cohérence interne montrent une variance systématique ( $\alpha = 0,75$  pour le score total et varie de 0,68 to 0,81 pour les différentes composantes). Cela est plus élevé que l'Alpha de 0,64 obtenu par Botosan (1997) à partir d'une grille de codage qui regroupait cinq composantes de communication dans le rapport annuel. Selon Nunnally (1978), un score Alpha de 0,70 est acceptable.

### **3.1 Analyses multivariées**

Comme nous supposons que la dynamique d'information financière et de gouvernance affecte l'asymétrie d'information et la qualité des résultats comptables simultanément, nous appliquons le test de Hausman afin de déterminer s'il existe de l'endogénéité entre ces variables. Nos analyses nous permettent de rejeter l'hypothèse nulle d'absence d'endogénéité entre l'asymétrie d'information et la communication au sujet de la gouvernance (statistique t pour le lien entre la Volatilité des titres et la communication totale au sujet de la gouvernance = 2,10 ;  $p < 0,038$  ; statistique t pour le lien entre le Tobin Q et la communication totale au sujet de la gouvernance = 2,39 ;  $p < 0,018$ ), et entre la qualité des résultats comptables et la communication

au sujet de la gouvernance (statistique  $t = 2,04$  ;  $p < 0,044$ ). Ces résultats confortent notre décision de recourir à des modèles d'équations simultanées.

En ce qui concerne les déterminants de la qualité des résultats comptables, mesurée par les VCR discrétionnaires, en accord avec l'hypothèse 1, le tableau 3 montre que le coefficient de la variable Communication de la gouvernance (score total) est relié de façon négative et significative aux VCR discrétionnaires ( $-0.003$  ;  $p < 0.01$ ). La communication au sujet de la gouvernance réduit la gestion des résultats comptables. De plus, nous constatons que tel est le cas pour l'information portant sur les dirigeants, les administrateurs et le comité d'audit. Quand aux variables liées aux attributs de la gouvernance, seule la taille du comité d'audit (coefficient de la variable Communication de la gouvernance [score total]  $-0.022$  ;  $p < 0,05$ ) semble avoir un impact favorable sur la qualité des résultats comptables publiés. Enfin, nous observons une relation négative et significative entre le suivi des analystes et la gestion des résultats. Ce résultat va dans le sens des conclusions de l'étude de DeGeorge, Ding, JeanJean et Stolowy (2005).

Dans le modèle de la volatilité des titres présenté au tableau 3, en accord avec l'hypothèse 2, les résultats montrent une relation positive et significative entre la gestion des résultats et la volatilité des titres (coefficient de la variable VCR discrétionnaires pour la régression de Communication de la gouvernance [score total]  $1,884$  ;  $p < 0,01$ ). La gestion des résultats comptables augmente l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers. De plus, en accord avec l'hypothèse 3, les résultats montrent une relation positive et significative entre la communication au sujet de la gouvernance et la volatilité des titres (coefficient de la variable score total de communication de la gouvernance  $-0,011$  ;  $p < 0,10$ ). La communication au sujet de la gouvernance réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers au-delà des mécanismes de gouvernance du conseil d'administration.

Nous ne formulons pas d'hypothèse quant aux déterminants de la communication au sujet

de la gouvernance. Toutefois, il ressort de nos résultats qu'un actionnariat dispersé et, dans une moindre mesure, la taille du conseil favorise la communication de l'information alors que les firmes qui s'adonnent à la gestion de leurs résultats adoptent une attitude de prudence dans la communication organisationnelle touchant la gouvernance.

Au tableau 4, nous retrouvons les mêmes analyses, mais en substituant la variable Tobin Q à la variable Volatilité du titre. Les résultats sont relativement similaires à ceux présentés au tableau 4. La seule différence notable concerne la variable Indépendance du conseil. Nous n'observons aucune relation significative entre l'indépendance du conseil et la volatilité des titres alors qu'il semble qu'un conseil indépendant créerait une prime boursière (Tobin Q). Ce résultat est quelque peu surprenant et nécessitera d'autres études pour éluder cette question.

## 4 DISCUSSION ET CONCLUSION

Dans la présente étude, nous avons procédé à une analyse des effets simultanés des caractéristiques du conseil d'administration, de la communication au sujet de la gouvernance et de la qualité des résultats comptables publiés sur l'asymétrie d'information. Cinq principaux constats se dégagent de nos résultats. Premièrement, la communication au sujet de la gouvernance est associée à une réduction de la gestion des résultats. Deuxièmement, il ressort de nos résultats que le suivi des analystes financiers et le travail du comité d'audit amènent les entreprises à publier des résultats comptables de meilleure qualité. Troisièmement, la communication au sujet de la gouvernance réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers. Quatrièmement, la gestion des résultats comptables augmente l'asymétrie d'information. Cela indiquerait que les investisseurs canadiens tiennent compte d'éventuelles manipulations des résultats comptables pour fixer la cote boursière. Enfin, nos résultats font ressortir le caractère de complémentarité entre les caractéristiques du conseil d'administration et la communication au sujet de la gouvernance.

Comme dans toutes les recherches portant sur la gestion des résultats, la présente étude repose sur une mesure spécifique des VCR discrétionnaires qui ne peut en saisir tout le phénomène sous-jacent. Toutefois, dans la présente étude, l'erreur d'estimation des VCR discrétionnaires s'avère moins importante que dans d'autres études portant sur les déterminants politico-contractuels car nous utilisons une mesure relative (valeur absolue des VCR discrétionnaires). En ce qui concerne la variable de communication au sujet de la gouvernance, il serait intéressant de la confronter à un score de qualité de la gouvernance que l'on retrouve dans des bases de données externes.

Les résultats de la présente étude pourraient présenter un intérêt pour les auditeurs

externes et les organismes de normalisation de la comptabilité et des marchés financiers. S'il est démontré qu'une communication médiocre au sujet de la gouvernance est associée à une mauvaise qualité des résultats comptables publiés, cela peut offrir un indice intéressant aux auditeurs. Par ailleurs, il serait intéressant d'étendre cette étude à des pays comme la France qui ont adopté le référentiel IFRS. En effet, le caractère de reconnaissance internationale du référentiel IFRS devrait théoriquement produire des états financiers de meilleure « qualité ». Si tel est le cas, les mécanismes de gouvernance et les pratiques de communication au sujet de la gouvernance devraient avoir un impact plus faible sur la qualité des données comptables publiées et sur l'asymétrie d'information dans les marchés boursiers.

## Références bibliographiques

- Abbott, L.J., Park, Y., Parker, S. (2000). The Effect of Audit Committee Activity and Independence on Corporate Fraud, *Managerial Finance* 26 (11): 55-67.
- Aboody, D., Kasznik, R. (2000). CEO Stock Option Awards and Voluntary Corporate Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 29: 73-100.
- Aerts, W., Cormier, D., Magnan, M. (2007). The Association between Web-Based Corporate Performance Disclosure and Financial Analyst Behaviour under Different Governance Regimes. *Corporate Governance – An International Review* 15 (6): 1301-1328.
- Atiase R., Bamber, L. (1994). Trading Volume Reactions to Annual Accounting Earnings Announcements: The Incremental Role of Predisclosure Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Economics* (May): 309-329.
- Barnhart, S.W., Rosenstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis. *The Financial Review* 33 (4): 1-16.
- Ben-Amar, W., Boujenoui, A. (2008). Transparence de l'information au sujet des pratiques de gouvernance d'entreprise au Canada. *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 14 (1): 169-190.
- Botosan, C.A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72 (3): 323-350.
- Botosan, C., Plumlee, M. (2005). Assessing Alternative Proxies for the Expected Risk Premium. *The Accounting Review* 80 (1): 21-53.
- 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): 433-465.
- Beiner, S., Drobetz, W., Zimmerman, H. (2006). An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation. *European Financial Management* 12 (2): 249-283
- Bédard J., Chtourou, S., Courteau, L. (2004). The Effect of Audit Committee Expertise, Independence and Activity on Aggressive Earnings Management. *Auditing: A journal of Practice and Theory* 23 (septembre): 13-35.
- Burgstahler, D., Eames, M. (2006). Management of Earnings and Analyst' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprise. *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (5-6): 633-652.



- Chen, K.C.W., Wei, K.C., Chen, Z. (2003). Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. SSRN: <http://ssrn.com/abstract,422000>.
- Clarkson, P., Li, Y., Richardson, G.D., Vasrini, F.P. (2008). Revisiting the Relation between Environmental Performance and Environmental Disclosure: An Empirical Analysis. *Accounting, Organizations & Society* 33: 303-327.
- Cormier, D., Martinez, I. (2006). The Association between Management Earnings Forecasts, Earnings Management, and Stock Market Valuation: Evidence from French IPO's. *The International Journal of Accounting* 41 (2): 209–236
- Cormier, D., Ledoux, M.J., Magnan, M. (2009). The Use of Web Sites as a Disclosure Platform for Corporate Performance. *International Journal of Accounting Information Systems* 10 (1): à paraître.
- Dechow, P., Sloan, R.G., Sweeney, A. (1996). The Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research* 13 (1): 1-36.
- DeGeorge, F., Ding, Y., JeanJean, T., Stolowy, H. (2005). Does Analyst Following Curb Earnings Management? Les Cahiers de Recherche 810, Groupe HEC, France.
- Dye, R. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research* 26 (automne): 195-235.
- Eng L.L., Mak, Y.T. (2003). Corporate Governance and Voluntary Disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy* 22: 325-345
- Francis, J., Khurana, I., Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital. *The Accounting Review* 80 (4): 1125-1162.
- Gebhardt, W., Lee, C., Swaminathan, B. (2001). Toward an Implied Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1): 135-176.
- Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A. (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- Hail, L., Leuz, C. (2006). International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter. *Journal of Accounting Research* 44 (3): 485-531.

- Healy, P., Hutton, A.P., Palepu, K.G. (1999). Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16(3): 485-520.
- Hope, O.K. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards and Analysts' Forecasts Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research* 41 (2): 273-272.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Lang, M., Lundholm, R. (1996). Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior. *The Accounting Review* 71 (4): 467-492.
- Leuz, C., Verrecchia, R. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research* 38 (supplément): 91-124.
- Marquardt, C.A., Wiedman, C.I. (1998). Voluntary Disclosure, Information Asymmetry, and Insider Selling Through Secondary Equity Offerings. *Contemporary Accounting Research* 15 (4): 505-537.
- Mikhail, M., Walther, B., Willis, R. (2004). Earnings Surprises and the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 19 (4): 491-513.
- Niu, F. F. (2006). Corporate Governance and the Quality of Accounting Earnings: A Canadian Perspective, *International Journal of Managerial Finance* 2 (4): 302-327.
- Nunnally, J. (1978). *Psychometric Theory*. McGraw Hill, end Edition, New York.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., Young, S. (2003). Managerial Equity Ownership and the Demand for Outside Directors. *European Financial Management* 9 (2): 99-118.
- Philips, J., Pincus, M., Rego, S.O. (2003). Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense. *The Accounting Review* 78 (2): 491-521.
- Rechner, P.L., Dalton, D.R. (1991). CEO Duality and Organizational Performance: A longitudinal Analysis. *Strategic Management journal* 12: 155-160.
- Roulstone, DT. (2003). The Relation between Insider Trading Restrictions and Executive Compensation. *Journal of Accounting Research* 41: 525-551.
- Subramanyam, K.R. (1996). The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22: 249-281.

- Teoh, S.H., Rao, G. (1998). Are Accruals During an Initial Public Offering Opportunistic?  
*Review of Accounting Studies* mai: 175-208.
- Trueman, B., Titman, S. (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research* 26 (supplément): 127-32.
- Welker, M. (1995). Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets.  
*Contemporary Accounting Research* 11 (3): 801-828.
- Vafeas, N. (2005). Audit Committees, Boards, and the Quality of Reported Earnings.  
*Contemporary Accounting Research* 22 (4): 1093-1122.
- Wiseman, J. (1982). An Evaluation of Environmental Disclosures Made in Corporate Annual Reports. *Accounting, Organizations and Society* 7 (4): 53-64.

**Tableau 1****Statistiques descriptive**

	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Moyenne</b>	<b>Écart type</b>
VCR totales	-0,961	0,778	-0,059	0,114
VCR discrétionnaires	-0,920	1,114	0,014	0,166
VCR discrétionnaires en valeur absolue	0,001	1,114	0,069	0,152
Volatilité des titres (écart type des variations quotidiennes des prix)	0,818	10,385	2,233	1,494
Tobin Q	0,751	9,862	1,997	1,294
Risque systématique	0	2,71	0,682	0,489
Suivi des analystes	0	35	6,829	5,888
Actionnariat dispersé	0,098	0,999	0,776	0,225
Taille (en millions de \$ Can)	26	40 076	4 844	7 226
Indépendance du conseil	0	2	0,909	0,515
Taille du conseil	4	18	9,987	2,755
Taille du comité d'audit	2	9	3,980	1,103

**Tableau 2**  
**Communication au sujet de la gouvernance**  
**Scores moyens par composantes**

	Min.	Max.	Moyenne	Écart type	Alpha de Cronbach
Gestion stratégique	0	26	6,187	4,893	0,71
Dirigeants	0	8	2,574	1,468	0,80
Administrateurs	0	24	6,690	5,971	0,68
Comité d'audit	0	11	1,967	3,090	0,81
Actionnariat	0	6	0,516	1,202	0,72
Score total	1	52	17,935	11,658	0,75

**Tableau 3**  
**Régressions en équations simultanées (3SLS) des déterminants de la volatilité des titres,**  
**de la qualité des résultats et de la communication au sujet de la gouvernance**

	Communication de la gouvernance						
	Score total	Gestion stratégique	Dirigeants	Administrateurs	Comité d'audit	Actionnariat d'audit	
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>VCR discrétionnaires</b>							
Suivi des analystes	+/-	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004
Indépendance du conseil	-	0,032	0,035	0,038	0,025	0,030	0,029
Taille du conseil	-	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,002	-0,001
Taille du comité d'audit	-	**0,022	**0,025	**0,023	**0,021	**0,022	**0,023
Communication de la gouvernance	-	***0,003	-0,002	*-0,012	***0,006	***0,009	0,012
R <sup>2</sup> ajusté		6,8%	6,6%	6,6%	6,8%	6,7%	6,6%
Chi2 (Valeur P)		15,1(0,00)	10,1(0,07)	11,4(0,04)	16,9(0,00)	14,4(0,01)	10,8(0,05)
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>Volatilité du titre</b>							
Risque systématique	+	***0,625	***0,638	***0,642	***0,636	***0,627	***0,641
Actionnariat dispersé	-	0,831	0,769	0,686	0,729	0,852	0,675
Suivi des analystes	-	**0,038	**0,036	***0,039	***0,038	***0,040	***0,038
Indépendance du conseil	-	-0,054	-0,035	-0,044	-0,057	-0,064	-0,042
Taille du conseil	-	***0,097	***0,091	***0,103	***0,102	***0,103	***0,102
Taille du comité d'audit	-	**0,155	**0,163	*-0,154	*-0,152	**0,149	**0,155
VCR discrétionnaires (valeur absolue)	+	***1,884	***1,936	***1,959	***1,923	***1,875	***1,965
Communication de la gouvernance	-	*-0,011	*-0,027	-0,004	-0,008	**0,047	-0,009
R <sup>2</sup> ajusté		29,1%	29,3%	28,4%	28,5%	29,5%	28,4%
Chi2 (Valeur P)		55,9(0,00)	56,3(0,00)	54,0(0,00)	54,3(0,00)	56,8(0,00)	54,0(0,00)
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>Communication de la gouvernance</b>							
VCR discrétionnaires (valeur absolue)	-	***14,485	-1,884	*-1,078	***8,762	***3,706	0,744
Indépendance du conseil	+	-0,523	0,418	*0,346	-1,379	-0,333	***0,428
Taille du conseil	+	*0,543	***0,425	-0,002	0,116	-0,016	0,021
Taille du comité d'audit	+	-0,071	-0,365	0,038	0,236	0,074	-0,062
Suivi des analystes	+	-0,080	0,047	0,008	-0,089	-0,063	0,017
Actionnariat dispersé	+	***13,442	**3,226	***1,369	***5,983	***3,529	-0,633
R <sup>2</sup> ajusté		7,3%	5,9%	5,4%	7,3%	7,2%	5,0%
Chi2 (Valeur P)		15,9(0,01)	9,3(0,08)	9,6(0,08)	17,9(0,00)	15,1(0,02)	8,8(0,08)

\*: p < 0.10 ; \*\* : p < 0.05 ; \*\*\*: p < 0.01. Unidirectionnel s'il y a prédiction de signe, bidirectionnel autrement.

**Tableau 4**  
**Régressions en équations simultanées (3SLS) des déterminants de Tobin Q,**  
**de la qualité des résultats et de la communication au sujet de la gouvernance**

	Communication de la gouvernance						
	Score total	Gestion stratégique	Dirigeants	Administrateurs	Comité d'audit	Actionnariat	
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>VCR discrétionnaires</b>							
Suivi des analystes	+/-	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004	*-0,004
Indépendance du conseil	-	0,031	0,034	0,037	0,023	0,029	0,028
Taille du conseil	-	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,002	-0,001
Taille du comité d'audit	-	**0,024	**0,025	*-0,024	**0,022	**0,023	**0,023
Communication de la gouvernance	-	***-0,003	-0,002	*-0,012	***-0,006	**0,009	0,012
R <sup>2</sup> ajusté		6,7%	6,6%	6,7%	6,8%	6,7%	6,6%
Chi2 (Valeur P)		14,1(0,014)	9,76(0,08)	11,3(0,04)	16,3(0,00)	13,6(0,1)	10,6(0,05)
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>Tobin Q</b>							
I/Actif	+	***1,735	***1,728	***1,697	***1,721	***1,733	***1,721
Rendement de l'actif	+	***3,024	***3,022	***2,982	***3,033	***3,059	***3,022
Indépendance du conseil	+	***0,523	***0,507	***0,485	***0,553	***0,529	***0,507
Taille du conseil	+	***-0,119	***-0,121	**0,114	***-0,116	***-0,112	***-0,117
Taille du comité d'audit	+	**0,208	**0,211	**0,201	**0,200	**0,202	**0,208
VCR discrétionnaires (valeur absolue)	-	**0,986	**1,061	**0,991	**0,985	**1,039	**1,084
Communication de la gouvernance	+	**0,014	0,0129	**0,098	**0,026	*0,043	0,011
R <sup>2</sup> ajusté		30,8%	29,5%	30,4%	30,9%	30,7%	29,5%
Chi2 (Valeur P)		58,3(0,00)	55,0(0,00)	57,9(0,00)	58,3(0,00)	57,8(0,00)	55,2(0,00)
<b>Variable expliquée :</b>							
<b>Communication de la gouvernance</b>							
VCR discrétionnaires (valeur absolue)	-	***-13,135	-1,424	*-1,114	***-8,128	***-3,271	0,727
Indépendance du conseil	+	-0,941	0,361	0,269	-1,585	-0,428	***0,442
Taille du conseil	+	*0,556	***0,417	0,005	0,131	-0,015	0,019
Taille du comité d'audit	+	-0,601	-0,452	-0,001	-0,043	-0,041	-0,068
Suivi des analystes	+	-0,049	0,061	0,008	-0,079	**0,059	*0,020
Actionnariat dispersé	+	***13,822	**3,192	***1,532	6,244	***3,540	-0,651
R <sup>2</sup> ajusté		7,5%	6,2%	5,7%	7,9%	7,9%	5,0%
Chi2 (Valeur P)		15,1(0,01)	9,3(0,10)	9,8(0,08)	17,8(0,00)	15,2(0,01)	8,6(0,08)

\*: p < 0.10 ; \*\* : p < 0.05 ; \*\*\*: p < 0.01. Unidirectionnel s'il y a prédiction de signe, bidirectionnel autrement.

---

<sup>1</sup> Également appelé *Accruals* discrétionnaires.

<sup>2</sup>Comme l'illustre l'extrait suivant de la firme Bell Canada qui fait partie de notre échantillon, l'information de la gouvernance que l'on retrouve sur le Web est complémentaire à ce que l'on peut retrouver dans les circulaires d'information : « **Voici les principales mesures en matière de gouvernance adoptées par BCE qui reflètent notre engagement à appliquer des normes élevées en matière de gouvernance** : adopté des versions révisées des chartes pour les comités du conseil de BCE ; adopté des critères d'indépendance des administrateurs ; adopté une nouvelle politique en matière de traitement des plaintes relatives à la comptabilité et à la vérification ; lancé un outil en ligne innovateur qui permet à tous les employés de BCE et de ses filiales de signaler en toute confiance des pratiques douteuses en matière de comptabilité et de vérification. Cet outil s'ajoute aux autres moyens de communication dont disposent nos employés ; limité les types de services que nous obtiendrions de notre vérificateur externe aux services de vérification, à certains services liés à la vérification et à certains services fiscaux. Les types de services permis sont plus restrictifs que ce que prévoient les exigences légales actuelles qui s'appliquent à nous supprimé le régime d'options d'achat d'actions des administrateurs et augmenté l'exigence minimale relative à la propriété d'actions des administrateurs afin de rapprocher davantage leurs intérêts de ceux des actionnaires de BCE ; adopté une politique sur l'indépendance des vérificateurs qui régit l'embauche du vérificateur externe pour fournir des services de vérification et des services non liés à la vérification nommé un responsable de la vérification interne et de la gestion des risques qui relève directement du président du comité de vérification ; créé et mis sur pied une équipe pour le projet de contrôles internes afin de mettre en œuvre la règle connexe de la SEC sur le contrôle interne à l'égard de l'information financière. Nous avons également fait appel à des conseillers externes pour aider la direction à mettre en œuvre ce projet adopté un Code de conduite de Bell Canada Entreprises, y compris les règles proposées en matière d'éthique pour le président et chef de la direction, le chef des affaires financières et d'autres directeurs financiers commencé à passer en charges les options d'achat d'actions séparé les postes de président du Conseil et de chef de la direction ; créé le comité de la caisse de retraite qui a la responsabilité de traiter toutes les questions de retraite. Auparavant, cette responsabilité incombait au comité de vérification ».

<sup>3</sup> Étant donné que plusieurs déterminants sont utilisés simultanément dans plus d'une régression, nous avons recours à la méthode de Zellner des triples moindres carrés où les régressions sont apparemment indépendantes (seemingly unrelated regressions SURE).

<sup>4</sup>Les résultats sont quasi-similaires lorsqu'on estime les VCR non discrétionnaires sur les quatre années d'observations, soit de 2001 à 2004.

<sup>5</sup> Dans ce document des Nations Unis, l'information non financière relative à la gouvernance est regroupé en neuf composantes : objectifs ; actionnariat et droits des actionnaires ; structure et politiques de gouvernance ; membres du conseil d'administration et dirigeants ; parties prenantes et responsabilité sociale et environnementale ; facteurs de risque ; auditeurs externe ; fonction d'audit interne.

<sup>6</sup> Au Canada, en juin 2005, l'Ontario Securities Commission a publié le National Policy 58-201 *Corporate Governance Guidelines* rendant obligatoire la communication de certaines pratiques de gouvernance (composition du conseil d'administration, compétence, rémunération, éthique, description des comités du conseil et leur travail). Au moment de coder l'information au sujet de la gouvernance communiqué sur le Web, les firmes n'étaient pas encore liées par cette directive. Dès lors, nous pouvons supposer que la communication de la gouvernance sur le Web se fait de façon volontaire pour la période étudiée.

<sup>7</sup> Chaque codeur a appliqué la procédure suivante : (1) identification de l'élément faisant partie d'une composante de communication ; (2) codage en fonction du niveau de qualité du contenu et (3) conciliation et compilation du sous-échantillon analysé. Les codeurs étaient formés afin de bien appliquer les instructions relatives au codage et dans l'utilisation des feuilles de codage. Ils ignoraient les hypothèses de la recherche. Les écarts initiaux dans le codage avoisinaient en moyenne 7% du score par entreprise. En ce qui concerne l'échelle de mesure de la qualité (1, 2, 3), moins de 10% des éléments ont nécessité une conciliation entre codeurs. Les désaccords se sont produits en début de processus de codage, essentiellement pour les 20 premières firmes de chaque pays et les 5 premières firmes par



---

secteur d'activité. Un cochercheur s'est chargé de concilier tout écart supérieur à 5% du score le plus élevé entre les deux codeurs. Les écarts inférieurs à 5% sont résolus par les deux codeurs eux-mêmes.