

Étude comparative de l'incidence en bourse de la gouvernance de firmes émergentes et de firmes matures

Marie-Josée Ledoux

ESG UQAM

Réjean Belzile

ESG UQAM

Sylvain Houle

ESG UQAM

Juillet 2017

Les auteurs remercient l'Autorité des marchés financiers (AMF) pour son soutien financier. Le contenu de cet article ne reflète pas nécessairement l'opinion de l'Autorité et les erreurs éventuelles relèvent de la responsabilité des auteurs.

Résumé

Le présent article compare l'incidence en bourse de la gouvernance de firmes cotées à la bourse canadienne de croissance et de firmes cotées à la Bourse Toronto. Nos résultats indiquent que les critères reliés à la fonction monitoring du conseil d'administration ont un impact moindre sur l'écart de cotation et la valeur des titres dans le cas des firmes émergentes. Au contraire, le recours à des mesures incitatives et leur encadrement impacteraient le marché boursier, nonobstant le cycle de vie de la firme. Nos résultats suggèrent que la valorisation des titres des firmes émergentes résulterait d'une forme d'arbitrage par le marché où les mécanismes d'alignement des intérêts prennent le pas sur les mécanismes de surveillance par le conseil.

Mots clés : Gouvernance d'entreprise, firmes émergentes, valorisation boursière, bourse de croissance, cycle-de-vie de la firme.

Abstract

This paper compares the impact of corporate governance on stock market between firms listed on the TSX Venture Exchange and firms listed on the Toronto Stock Exchange. Our results indicate that, for emerging firms, governance criteria related to boards' monitoring function have a lesser impact on bid-ask spread and share value. However, incentives such as ownership and market related compensation would affect the stock market, notwithstanding the life cycle of the firm. Our results suggest that the stock pricing of emerging firms is the product of a market arbitrage, where mechanisms of alignment of interests take precedence over mechanisms of monitoring by the board.

Keywords: Corporate governance, emerging firms, stock market pricing, venture exchange, corporate life-cycle.

Introduction

L'enchaînement d'évènements depuis le début du millénaire, de l'éclatement de la bulle de la nouvelle économie, suivi de divers scandales financiers, jusqu'au choc de l'effondrement immobilier aux États-Unis et dans plusieurs pays développés, a dégénéré en une crise économique mondiale. Cette suite de déconvenues a mis en lumière le comportement délinquant d'acteurs du système financier, et plus généralement de nombreux dirigeants d'entreprise, ainsi que la nécessité de resserrer les règles et de réformer la gouvernance des sociétés.

Dans un tel contexte, il n'est pas surprenant que la prémisse de divergence d'intérêts entre l'agent (le gestionnaire) et le principal (l'actionnaire), à l'origine de la théorie de l'agence, et les prescriptions qui en découlent dominant la recherche en gouvernance d'entreprise. Ce paradigme, essentiellement axé sur le monitoring de l'agent, a également fortement influencé la pratique et les réformes en matière de gouvernance d'entreprise. Indépendance du conseil, rémunération incitative, resserrement des règles pour la protection des actionnaires et la préservation de leur capital se sont imposés comme marqueurs d'une saine gouvernance et sont la base des indices de gouvernance d'entreprise utilisés par les acteurs des marchés financiers.

Certains déplorent cette domination presque sans partage dans les débats et suggèrent une approche multidimensionnelle au concept de gouvernance (e.g. Aguilera et al., 2008; Christopher, 2010; Davis et al., 1997; Pugliese et al., 2014; Roberts et al., 2005). Au-delà de sa fonction de contrôle et de surveillance, le rôle du conseil d'administration serait de contribuer au management stratégique de la firme et de favoriser le lien avec son environnement. Ces fonctions, qui n'impliquent pas nécessairement de divergences d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires (McNulty & Pettigrew, 1999), seraient d'autant plus importantes pour la firme émergente

i.e. dans ses premières phases de croissance. Durant cette période cruciale de son développement, les membres du conseil seraient davantage préoccupés d'établir et de sécuriser la position de la firme dans le marché, et de l'assister dans l'acquisition des ressources et compétences critiques à sa croissance (Mintzberg, 1983). Ce n'est qu'à une étape ultérieure lorsque la firme a franchi ces étapes et peut compter sur suffisamment de ressources internes, que la fonction contrôle et surveillance du conseil d'administration deviendrait prépondérante (Filatotchev et al., 2006). Cette perspective, qui tire ses fondements de la théorie des ressources et de la recherche en management stratégique, met en lumière le rôle multifonctionnel du conseil d'administration mais également le caractère évolutif des systèmes de gouvernance en fonction du cycle de vie de la firme.

Sur la base de tels arguments, devrait-t-on conclure que les indices usuels de gouvernance d'entreprise, essentiellement axés sur le monitoring de l'agent, sont moins pertinents pour les firmes émergentes? C'est la question à laquelle nous tentons de répondre dans la présente étude. Pour ce faire, nous avons comparé l'incidence de la gouvernance sur la valeur et l'écart de cotation des titres de firmes cotées à la bourse canadienne de croissance (TSXV) et de firmes cotées à la Bourse Toronto (TSX). Comme mesure de la gouvernance d'entreprise, nous utilisons le classement Board Games, une référence au Canada en matière de gouvernance d'entreprise, qui comprend 49 critères regroupés sous les catégories Composition du conseil, Actionnariat et rémunération, Droit des actionnaires, et Divulgation à propos du conseil.

Nos résultats sont les suivants. Comme documenté dans les études antérieures, nos résultats suggèrent qu'une gouvernance de qualité chez les firmes matures réduit l'asymétrie d'information et est valorisée par les marchés boursiers. Dans le cas des firmes émergentes cependant, l'incidence en bourse diffère selon les critères de gouvernance. Nos résultats indiquent que les sous-scores Composition du conseil et

Divulgation à propos du conseil ont un impact moindre sur l'écart de cotation et la valeur des titres des firmes émergentes; ce constat supporte la thèse d'un rôle réduit de la fonction monitoring du conseil d'administration chez la firme émergente. Pour les catégories Actionnariat et rémunération et Droit des actionnaires, nous n'avons observé aucune différence entre les firmes matures et les firmes émergentes au sujet de leur impact en bourse, la valorisation du sous-score Actionnariat et rémunération se révélant même supérieure chez les firmes émergentes. Le recours à des mesures incitatives et leur encadrement au sein de la firme renseigneraient le marché boursier et favoriseraient la valeur des titres, nonobstant le cycle de vie de la firme.

Dans l'ensemble, nos résultats indiquent que les problèmes d'agence et l'incertitude qu'ils créent sur les marchés boursiers sont un enjeu autant pour les firmes émergentes que pour les firmes matures. Ils suggèrent cependant que lorsque la firme est dans ses premières phases de développement, les investisseurs tiennent compte de la façon dont le monitoring s'exerce. Ainsi, la valorisation des titres des firmes émergentes résulterait d'une forme d'arbitrage par le marché où les mécanismes d'alignement des intérêts prennent le pas sur les mécanismes de surveillance par le conseil.

Cette étude contribue à la recherche portant sur l'incidence en bourse de la gouvernance d'entreprise. Malgré l'abondance des études en gouvernance d'entreprise, peu d'attention a été portée à l'évolution de la gouvernance au cours du cycle de vie de la firme (O'Connor & Byrne, 2015a, 2015b). À notre connaissance, notre étude est la première à comparer l'incidence en bourse de la gouvernance de firmes émergentes et de firmes matures. Notre étude contribue également à la littérature en ce qu'elle documente l'état de la gouvernance chez les firmes émergentes et sa pertinence pour les investisseurs. Tous reconnaissent l'apport des firmes émergentes en matière d'innovations et de créations d'emplois (WFE, 2016), de même que le rôle essentiel des

bourses de croissance dans leur financement. Cependant, peu d'études empiriques se sont intéressées à la gouvernance de ces firmes. Enfin, notre étude confirme l'intérêt d'intégrer d'autres perspectives à celle de l'agence dans les recherches empiriques sur la gouvernance d'entreprise.

L'article s'articule comme suit. La première section présente le cadre conceptuel, la seconde, la méthode de recherche, et la troisième, nos résultats. Enfin, nous concluons à la quatrième section.

Cadre conceptuel

Perspective de l'agence

La majorité des recherches et écrits en matière de gouvernance d'entreprise s'inscrit dans la perspective fondée sur la théorie de l'agence (Christopher, 2010; Hambrick et al., 2008; Lynall et al., 2003; Roberts et al., 2005; Zhara & Filatotchev, 2004; Zhara & Pearce, 1989). Berle et Means (1932) ont soulevé les problèmes pouvant découler de la séparation entre la propriété et la gestion des entreprises modernes. Cette séparation crée une asymétrie d'information en faveur du gestionnaire (l'agent) et lui procure l'opportunité d'agir dans ses propres intérêts au détriment de ceux de l'actionnaire (le principal) (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976). Un tel comportement opportuniste du manager résulte en coûts d'agence (Fama & Jensen, 1983) alors que ce dernier s'accapare des ressources qui seraient autrement revenues d'office au principal. Il devient alors nécessaire de prendre des moyens pour contraindre ou inciter le gestionnaire à poursuivre les intérêts des actionnaires. La gouvernance s'articule dès lors autour du rôle, des responsabilités et de l'équilibre des pouvoirs entre les gestionnaires, les administrateurs et les actionnaires (Ryan, Buchholtz, & Kolb, 2010).

Le conseil d'administration constitue le dispositif légal privilégié pour représenter les intérêts des actionnaires à l'intérieur de l'organisation. Son rôle premier en est un de

surveillance et de contrôle, qui vise à assurer que les intérêts des actionnaires prévalent dans les décisions des gestionnaires (Fama & Jensen, 1983). Ainsi, l'indépendance du conseil face aux dirigeants est considéré une condition incontournable à une gouvernance de qualité. Le monitoring des gestionnaires peut également s'exercer par la mise en place de formules de rémunération incitatives, tel des bonis fondés sur les résultats, la détention obligatoire d'un volume d'actions et l'attribution d'options d'achat d'actions, dispositifs qui visent à aligner les intérêts de l'agent à ceux du principal (Jensen & Murphy, 1990; Murphy, 1985). Enfin, des mécanismes extérieurs à la firme (e.g. marché boursier, marché des prises de contrôle) peuvent exercer des pressions afin de détourner les gestionnaires de comportements opportunistes (e.g. Grossman & Hart, 1988; Shleifer & Vishny, 1997). Une combinaison de mécanismes internes et externes à la firme permettrait de réduire les coûts d'agence de la firme (Rediker & Seth, 1995). Ces mécanismes se sont imposés comme marqueurs d'une saine gouvernance; repris par les agences de notation, ils constituent la base des indices de gouvernance d'entreprise (e.g. Board Games, Institutional Shareholder Services (ISS), Governance Metrics International (GMI)) utilisés par les chercheurs et les investisseurs pour la gestion de leur portefeuille.

Une gouvernance de qualité sécurise les investisseurs à l'effet que les problèmes d'agence sont sous contrôle. Ainsi, elle favorise la réduction de l'écart de cotation dans la mesure où les investisseurs ont davantage confiance que le prix reflète la valeur du titre (Elbadry et al., 2015). Une saine gouvernance favorise également les multiples boursiers car les investisseurs prévoient que moins de flux de trésorerie seront détournés et qu'une fraction plus élevée des bénéfices de l'entreprise leur reviendra sous formes de dividendes (Jensen & Meckling, 1976 ; La Porta et al., 2002). Les résultats des études empiriques tendent à supporter ces arguments, tant en matière d'asymétrie d'information (e.g. Dey, 2005; Elbadry et al., 2015; Vafeas, 2000) que de

valorisation boursière (e.g. Bedchuk et al., 2009; Brown & Caylor, 2006; Cremers & Nair, 2005; Yermack, 1996).

Ouverture sur d'autres perspectives

Les préceptes tirés de la théorie de l'agence ont dominé les écrits et fortement influencé la pratique et les réformes en matière de gouvernance d'entreprise. Certains suggèrent que l'on déborde ce paradigme pour ouvrir sur d'autres dimensions de la gouvernance (e.g. Aguilera et al., 2008; Christopher, 2010; Pugliese et al., 2014). Restreindre le rôle du conseil d'administration à une fonction de contrôle et de surveillance ne reflèterait pas de façon adéquate la réalité de nombreux conseils dont la contribution excède ce rôle de chien de garde des intérêts des actionnaires (Roberts et al., 2005). On relève deux autres courants dans les travaux de recherche portant sur les fonctions du conseil d'administration, l'un axé sur les ressources et l'autre sur la stratégie d'entreprise (Goodstein et al., 1994). Selon la théorie de la dépendance des ressources (Johnson et al., 1996; Pfeffer & Salancik, 1978), le conseil d'administration est un organe essentiel qui fait le pont entre la firme et son environnement pour l'obtention de ressources stratégiques. Parmi les apports des administrateurs, mentionnons l'ouverture de canaux de communication et l'accès privilégié à du support et des engagements de la part de parties prenantes ou autres entités importantes pour la firme (Hillman & Dalziel, 2003; Johnson et al., 2013; Lynall et al., 2003). Le second courant de recherche émerge de la littérature en management stratégique et insiste sur la contribution des membres du conseil d'administration à la formulation de la stratégie d'entreprise et au processus de décision stratégique de la firme (e.g. Finkelstein et al., 2009; Geletkanycz & Boyd, 2011; Judge & Zeithaml, 1992). Ces courants n'impliquent pas nécessairement de divergences d'intérêts entre les gestionnaires et les actionnaires (McNulty & Pettigrew, 1999).

Un troisième courant de recherche suggère que le système de gouvernance doit s'ajuster aux étapes de développement de la firme (Pye & Pettigrew, 2005; O'Connor & Byrne, 2015a). L'approche par la théorie de l'agence aurait été élaborée pour des firmes matures disposant de ressources importantes qu'il est nécessaire de protéger contre une appropriation inappropriée par les managers (Filatotchev et al., 2006). Cette perspective ne serait pas adaptée à la firme émergente. Les entrepreneurs qui ont réussi à affronter avec succès les défis des premières années réalisent souvent que leurs habilités techniques, administratives et organisationnelles apparaissent insuffisantes pour faire face au défi de la croissance (Zhara & Filatotchev, 2004). L'accès à des ressources financières suffisantes passe souvent par un premier appel public à l'épargne qui impose une adaptation de l'organisation et de sa gouvernance (He, 2008). Le recrutement d'administrateurs apporte des expertises complémentaires à celles des fondateurs et favorise l'accès à des ressources sur lesquels la firme peut s'appuyer dans cette phase de son développement (Filatotchev, 2006). Ainsi, la composition et le rôle du conseil d'administration chez la firme émergente seraient axés d'avantage vers le positionnement stratégique et l'acquisition des ressources nécessaires pour réagir aux changements dans son environnement et consolider son marché. Ce n'est qu'à une étape ultérieure lorsque la firme a réussi à s'établir et peut compter sur suffisamment de ressources internes, que la fonction contrôle et surveillance du conseil d'administration deviendrait prépondérante (Filatotchev et al., 2006). Ainsi, la dimension création de valeur de la gouvernance céderait le pas à la dimension protection de la valeur pour l'actionnaire lorsque la firme atteint le stade de la maturité. Ces courants de recherche constituent une perspective alternative à celle de l'agence, qui implique un rôle réduit de la dimension monitoring de la gouvernance chez la firme émergente.

Méthode

Échantillon

Notre échantillon est composé de 112 firmes cotées à la Bourse de Toronto qui dessert le marché canadien des titres à grande capitalisation (TSX) et le marché canadien du capital de risque public pour les sociétés émergentes (Bourse TSX de croissance ou TSXV). L'échantillon regroupe les 60 firmes composant l'indice S&P/TSX 60 (ci-après TSX60) et les 52 firmes composant l'indice sélect S&P/TSX de croissance (ci-après SELECT) à la fin de l'année 2013. Le TSX60 et le SELECT sont dérivés de l'indice composé de leur marché respectif et incluent des sociétés appartenant à l'ensemble des secteurs de l'économie canadienne. Le TSX60 regroupe les 60 valeurs les plus importantes du TSX. Comme le suggère son nom, le SELECT regroupe les sociétés du TSXV qui satisfont à des exigences spécifiques en matière de capitalisation boursière, de capital flottant et de liquidité. Tout comme le TSX60 sur le marché des titres à grande capitalisation, le SELECT regroupe l'élite des firmes émergente du TSXV. Les variables financières et les variables de marché proviennent des bases de données Bloomberg et StockGuide. Les scores de gouvernance des firmes du TSX60 proviennent du classement Board Games publié par The Globe & Mail, le journal national à plus fort tirage au Canada. Comme ce classement n'inclut que les firmes de l'indice composé S&P/TSX, nous avons appliqué la même méthodologie pour attribuer un score de gouvernance aux firmes du SELECT. Ainsi, nous avons codé l'information contenue dans leurs circulaires de sollicitation de procuration selon la grille d'analyse Board Games, aussi disponible sur le site internet du quotidien.

Modèles empiriques

Nous utilisons deux modèles empiriques. Le premier vise à comparer la valorisation boursière des scores de gouvernance des firmes émergentes à celle des

firmes établies. Il s'agit d'un modèle empirique d'évaluation d'actions basé sur l'information comptable (Amir & Lev, 1996; Feltham & Ohlson, 1995). Le résultat net de la firme sert à capter le facteur de croissance de la firme. Les capitaux propres en fin d'exercice servent de déflateur afin d'atténuer les problèmes économétriques résultants de l'utilisation de la valeur de marché comme variable dépendante (Brown et al., 1999; Easton, 1998; Shen & Stark, 2013). Le score de gouvernance et la bourse de cotation sont ajoutés au modèle qui se formule comme suit :

$$VM/CP = \beta_0 1/CP + \beta_1 RNET/CP + \beta_2 RNET/CP * RNEG + \beta_3 GOUV + \beta_4 GOUV * TSXV + \beta_5 RNEG + \beta_6 TSXV + \varepsilon$$

où VM/CP, le ratio cours/valeur comptable (price-to-book ratio), est la valeur de marché (capitalisation boursière) divisée par le montant des capitaux propres, 1/CP, l'inverse des capitaux propres, RNET/CP, le résultat net divisé par les capitaux propres et GOUV, le score de gouvernance de la firme. Les deux variables binaires sont RNEG, qui prend la valeur de 1 si le résultat net est négatif et 0 sinon, et TSXV, qui prend la valeur de 1 si la firme est cotée sur le TSXV et 0 sinon.

Les études antérieures montrent que les marchés boursiers valorisent le résultat net de la firme mais dans une moindre mesure lorsqu'il est déficitaire (Darrough & Ye, 2007), d'où l'inclusion du terme d'interaction RNET/CP*RNEG pour lequel un coefficient négatif est attendu. La variable GOUV capte la valorisation boursière du contenu informationnel des scores de gouvernance. Ces scores sont fondés sur la grille Board Games, qui contient 49 critères regroupés sous les quatre catégories suivantes : Composition du conseil, Actionnariat et rémunération, Droit des actionnaires et Divulgence à propos du conseil. Cette grille d'analyse, qui a été développée en consultation avec le Clarkson Centre for Business Ethics and Board Effectiveness de l'Université de Toronto, est une référence au Canada en matière de mesure de la

gouvernance d'entreprise. Le classement Board Games a souvent été utilisé dans les études antérieures (e.g. Bates & Hennessy, 2010; Foerster & Huen, 2004; Klein et al., 2005). Plusieurs études empiriques ont documenté une relation positive entre la qualité de la gouvernance et la valeur au marché de la firme (e.g. Bedchuk et al., 2009; Brown & Caylor, 2006; Cremers & Nair, 2005; et Yermack, 1996) ce qui nous amène à anticiper une relation positive entre GOUV et VM/CP.

Le terme d'interaction GOUV*TSXV vise à comparer la valorisation boursière des scores de gouvernance des firmes émergentes à celle des firmes matures. Nous ne faisons aucune prédiction quant au signe du coefficient de ce terme d'interaction. La perspective de l'agence propose le monitoring des dirigeants comme solution potentielle au coût d'agence, sans considération pour le cycle de vie de la firme. Selon la perspective alternative, les fonctions de contrôle et de surveillance du conseil d'administration seraient moins importantes dans les firmes émergentes, davantage préoccupées par la stratégie et l'acquisition de ressources. Un coefficient négatif pour le terme d'interaction GOUV*TSXV supporterait la thèse d'un rôle secondaire de la dimension monitoring de la gouvernance pour les firmes émergentes.

Nous comparons également la pertinence des scores de gouvernance entre les firmes émergentes et les firmes établies à l'aide du modèle d'asymétrie d'information suivant :

$$\text{LNEDC} = \beta_0 + \beta_1 \text{LNVOLU} + \beta_2 \text{LNVOLA} + \beta_3 \text{GOUV} + \beta_4 \text{GOUV*TSXV} + \beta_5 \text{TSXV} + \varepsilon$$

où LNEDC est le log naturel de l'écart de cotation (bid-ask-spread), LNVOLU, le log naturel du volume de transactions sur les titres, LNVOLA, le log naturel de la volatilité du cours boursier, GOUV, le score de gouvernance et TSXV, une variable binaire qui prend la valeur de 1 si la firme est cotée sur le TSXV et 0 sinon.

La transformation logarithmique des variables est utilisée pour réduire les potentiels problèmes d'hétéroscédasticité (Aitken & Frino, 1996). Les études antérieures ont montré que le volume de transactions sur les titres (Demsetz, 1968) et la volatilité du cours de l'action (Aitken & Frino, 1996; Copeland & Galai, 1983) sont des déterminants fondamentaux de l'écart de cotation. Ainsi, nous nous attendons à ce que LNEDC soit positivement relié à LNVOLA mais négativement à LNVOLU. Les études antérieures suggèrent qu'une gouvernance de meilleure qualité réduit l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers (Dey, 2005, Elbadry et al., 2015; Vafeas, 2000). Nous prévoyons donc une relation négative entre LNEDC et GOUV. Le terme d'interaction GOUV*TSXV capte la différence dans l'impact de la gouvernance sur l'écart de cotation entre les firmes du TSX et celles du TSXV. Comme dans le cas du modèle de valorisation boursière, un coefficient négatif pour le terme d'interaction GOUV*TSXV supporterait la thèse d'un rôle secondaire de la dimension monitoring de la gouvernance pour les firmes émergentes.

Résultats

Statistiques descriptives

Le tableau 1 présente les statistiques descriptives des variables financières et de marché par indice boursier. Rappelons que le TSX60 regroupe 60 firmes établies du TSX, et le SELECT, 52 firmes émergentes du TSXV. Nous notons des différences importantes entre ces deux sous-échantillons. Les firmes émergentes sont de taille beaucoup moins importante que les firmes établies. En moyenne, leur capitalisation boursière (VM) est de 177 millions de dollars comparativement à 22,3 milliards de dollars pour les firmes du TSX60. Les titres du SELECT sont également moins liquides, affichant une rotation des actions (VOLU/ACT) de 0,60 comparativement à 0,78 pour les firmes du TSX60, et leurs cours boursiers plus volatils (VOLA) (respectivement 69,4%

de volatilité pour les firmes émergentes versus 24,6% pour les firmes établies). Enfin, l'écart entre le cours-acheteur et le cours-vendeur (EDC) est plus important chez les firmes du SELECT (écart moyen de 1,88% comparativement à 0,07% pour les firmes du TSX60). Malgré ces différences, le ratio cours/valeur comptable (VM/CB) est similaire entre les deux indices, en moyenne 2,69 pour les firmes de SELECT versus 2,40 pour celles du TSX60.

[Lieu d'insertion du tableau 1]

Le tableau 2 présente les statistiques descriptives du score global et des sous-scores de la variable GOUV. La comparaison des moyennes du score global (31,5/100 contre 78,7/100) suggère une gouvernance beaucoup moins robuste chez les firmes du SELECT. Cet écart demeure défavorable à l'échantillon du TSXV pour chacun des quatre sous-scores de la grille. Suit une description détaillée des scores moyens par catégorie de critère de gouvernance.

[Lieu d'insertion du tableau 2]

Composition du conseil. Le tableau 3 présente les scores moyens par critère de gouvernance de la catégorie Composition du conseil. Les critères évalués ont trait à l'indépendance des membres du conseil et de ses comités (audit, rémunération et nomination), leurs liens avec d'autres émetteurs du TSX ainsi que le fonctionnement du conseil. Avec 12 critères et un score maximal de 31, cette catégorie reçoit la pondération la plus forte pour le calcul de l'indice global. Bien qu'ils soient inférieurs à ceux du TSX60, les scores liés au critère d'indépendance (critères 1 à 5) sont relativement élevés chez les firmes du SELECT (score moyen de 8,7 sur un maximum de 15 points). Les analyses de fréquence (non présentées dans les tableaux) montrent qu'une grande majorité (88%) des conseils des firmes émergentes compte plus de la moitié d'administrateurs indépendants. Aussi, les deux tiers des comités d'audit (66%) et

la moitié des comités de rémunération (52%) sont constitués exclusivement de membres indépendants. Cependant, seulement 38% des présidents du conseil sont totalement indépendants et, dans 37% des cas, le DG est également président du conseil. Pour ce qui est du cumul des mandats (critères 6a et 6b), ce phénomène est beaucoup plus fréquent chez les administrateurs du SELECT que chez ceux du TSX60. Enfin, les scores liés au fonctionnement du conseil (critères 7 à 11) suggèrent des codes de conduite peu contraignants dans les firmes émergentes (score moyen de 0,6 sur un maximum de 15 points).

[Lieu d'insertion du tableau 3]

Actionnariat et rémunération. Le tableau 4 présente les scores moyens par critère de gouvernance de la catégorie Actionnariat et rémunération. Le nombre de points possible est de 28 répartis entre 15 critères. Pour les firmes émergentes, la presque totalité des scores de cette catégorie (4,3 sur un total de 5,3) est attribuable aux nombres d'actions détenues par les membres du conseil (critère 12b) et le DG (critère 13b), critères pour lesquels les scores du SELECT se rapprochent de ceux du TSX60 (4,3 pour SELECT versus 6,1 pour TSX60 sur un maximum de 7 points). Bien qu'aucune exigence en matière de détention d'actions n'ait été reportée par les firmes du SELECT, les membres de leur conseil d'administration détiennent des actions d'une valeur au moins égale à trois fois leurs honoraires dans 69% des firmes alors que 63% des DG conservent dans leur portefeuille des actions de leur firme dont la valeur équivaut à au moins trois fois le montant de leur salaire de base¹. Il s'agit néanmoins de la catégorie de critères pour laquelle les firmes du SELECT ont reçu la note moyenne la plus défavorable par rapport aux firmes du TSX60, ce qui s'explique par la quasi absence de règles relatives à la gestion de la rémunération des administrateurs et du

¹ Normes utilisées par le Globe & Mail

chef de la direction dans les sociétés émergentes (score moyen de 1,0 sur un maximum de 21 points pour les 13 autres critères de la catégorie).

[Lieu d'insertion du tableau 4]

Droit des actionnaires. Le tableau 5 présente les scores moyens par critère de la catégorie Droit des actionnaires. Cette section porte sur la procédure de votation pour les administrateurs, les restrictions imposées pour la disposition des actions et l'exercice des options attribuées à titre de rémunération ainsi que leur effet dilutif. On y compte 13 critères pour un maximum de 28 points. À l'exclusion du critère portant sur les actions à droit de vote multiple (critère 28), les scores des firmes du SELECT sont largement inférieurs à ceux du TSX60, reflétant une réglementation simplifiée à leur égard. Tout de même, près de la moitié des firmes du SELECT n'ont pas excédé le seuil de 1% lors de l'attribution d'options d'achat d'actions (critère 25b) et plus du tiers ont une clause « double-trigger » dans le cas de changement de contrôle (critère 24).

[Lieu d'insertion du tableau 5]

Divulgarion à propos du conseil. Le tableau 6 présente les scores moyens par critère de la catégorie Divulgarion à propos du conseil. Cette dernière catégorie de critères porte essentiellement sur la divulgation/non-divulgation d'informations concernant le profil des membres du conseil d'administration, leur assiduité, l'existence d'une politique de retraite obligatoire et le recours aux services de consultants en rémunération. Le Board Games 2013 accorde un maximum de 13 points pour cette catégorie qui contient 11 critères. Les firmes du SELECT y obtiennent un score moyen bien inférieur à celui des firmes du TSX60. Mentionnons cependant que les sociétés du SELECT ont un meilleur score que celles du TSX60 pour la qualité de la divulgation portant sur les administrateurs reliés (critère 29).

[Lieu d'insertion du tableau 6]

Analyses multivariées

Les modèles de valeur et d'asymétrie sont estimés par des régressions de coupe instantanée au sens des moindres carrés ordinaires. Nous nous sommes assurés que nos résultats ne sont pas affectés par la présence de données aberrantes. Le logiciel statistique utilisé est STATA.

Le tableau 7 présente les résultats des régressions de la valorisation des scores de gouvernance – score global et scores par catégorie de critères de gouvernance. Pour les firmes du TSX60, la valorisation boursière des scores de gouvernance est sans équivoque. Les résultats montrent une relation positive et significative entre le ratio cours/valeur comptable (VM/CP) et les scores de gouvernance (GOUV), qu'il s'agisse du score global (0,013; $p=0,021$) ou des sous-scores Composition du conseil (0,040; $p=0,029$), Actionnariat et rémunération (0,043; $p=0,030$), Droit des actionnaires (0,043; $p=0,020$) et Divulgence à propos du conseil (0,095; $p=0,025$). Ces résultats sont conformes à ceux d'études antérieures ayant examiné la relation entre la qualité de la gouvernance et la valeur boursière de la firme (e.g. Bedchuk et al., 2009; Brown & Caylor, 2006; Cremers & Nair, 2005; Yermack, 1996).

[Lieu d'insertion du tableau 7]

Le terme d'interaction GOUV*TSXV capte la différence dans la valorisation des scores de gouvernance entre les firmes du TSX et celles du TSXV. Si l'on s'en tient au score global, nos résultats ne montrent pas de différence significative dans la valorisation de la gouvernance entre les deux indices (-0,075; $p=0,166$). Cependant, des différences importantes sont révélées par l'analyse des sous-scores de la grille. Pour deux catégories de critères de gouvernance, le coefficient du terme d'interaction GOUV*TSXV est négatif et significatif, ce qui indique une valorisation en bourse moindre

pour les titres des firmes émergentes en accord avec la perspective alternative présentée. Il s'agit des catégories Composition du conseil (-0,178; $p=0,028$) et Divulgateion à propos du conseil (-0,410; $p=0,063$). Dans le cas des firmes émergentes, ces sous-scores captent essentiellement les critères d'indépendance des membres du conseil et de ses comités, de cumul des mandats, ainsi que la divulgation d'informations sur les administrateurs reliés et les honoraires versés à des consultants. Autant de mécanismes qui sont associés à la fonction monitoring du conseil d'administration.

Au contraire, le coefficient du terme d'interaction GOUV*TSXV pour la catégorie Actionariat et rémunération est positif et significatif (0,280; $p=0,079$), indication d'une valorisation plus importante chez les firmes du SELECT. Cette catégorie de critères regroupe les mécanismes qui visent à aligner les intérêts des administrateurs et du directeur général avec ceux des actionnaires. Enfin, nos résultats n'indiquent aucune différence significative dans la valorisation du sous-score Droit des actionnaires (-0,141; $p=0,297$) entre les deux indices. Cette dernière catégorie de critères contient un ensemble de restrictions concernant notamment la disposition des actions et l'exercice des options attribuées à titre de rémunération. Ces mécanismes d'encadrement des mesures incitatives de la firme seraient autant valorisés dans les firmes émergentes que dans les firmes établies. Ces résultats supportent la perspective de l'agence. Le nombre d'actions qui circulent librement dans le SELECT est relativement élevé (flottant de 80% comparativement à 91% pour le TSX60). La séparation entre la direction et la propriété de la firme crée un coût d'agence que des mesures incitatives parviennent à réduire, nonobstant le cycle de vie de la firme.

Dans l'ensemble, nos résultats suggèrent que les investisseurs sont sensibles à la façon dont le monitoring s'exerce dans les firmes émergentes. La valorisation de leurs titres résulterait d'une forme d'arbitrage par le marché où les mécanismes d'alignement prennent le pas sur les mécanismes de surveillance par le conseil.

À titre d'analyse de sensibilité, nous proposons un modèle de valeur qui considère comme facteur de croissance la dépense de R&D de façon séparée du résultat net de la firme (Lev & Sougiannis, 1996). Les résultats de ces régressions, présentés au tableau 8, sont similaires à ceux du tableau 7. Enfin, nous avons estimé le facteur de croissance à partir des résultats résiduels calculés par le modèle d'équilibre des actifs financiers (MEDAF). Les résultats (non présentés) de ces analyses demeurent similaires à ceux des tableaux 7 et 8, sauf en ce qui a trait à la catégorie Actionnariat et rémunération pour laquelle le coefficient du terme d'interaction GOUV*TSXV est non significatif (0,234; 0,142). Ceci indique une valorisation similaire des mesures incitatives entre les deux indices boursiers plutôt qu'une valorisation supérieure chez les firmes émergentes tel que suggéré aux tableaux 7 et 8.

[Lieu d'insertion du tableau 8]

Le tableau 9 présente les résultats des régressions de l'écart de cotation selon les scores de gouvernance – score global et scores par catégorie de critères de gouvernance. Pour les firmes du TSX60, les résultats montrent une relation négative et significative entre LNE DC et GOUV, qu'il s'agisse du score global de gouvernance (-0,029; p=0,000) ou des sous-scores Composition du conseil (-0,075; p=0,000), Actionnariat et rémunération (-0,090; p=0,000), Droit des actionnaires (-0,071; p=0,001) ou Divulgateion à propos du conseil (-0,166; p=0,000). Ces résultats sont conformes à ceux d'études antérieures ayant examiné la relation entre la qualité de la gouvernance et l'asymétrie d'information sur les marchés boursiers (e.g. Dey, 2005; Elbadry et al., 2015; Vafeas, 2000) et confirment la pertinence des indices de gouvernance dans le cas de firmes établies.

[Lieu d'insertion du tableau 9]

Dans ce modèle de régression, le terme d'interaction GOUV*TSXV capte la différence dans l'impact des scores de gouvernance sur l'écart de cotation entre les firmes du TSX et celles du TSXV. Si l'on s'en tient au score global, ce terme est positif et significatif (0,025; 0,039), indication d'un impact moindre en bourse chez les firmes du SELECT. Encore une fois, l'analyse des sous-scores de la grille est très révélatrice. Le terme d'interaction GOUV*TSXV est positif et significatif pour les sous-scores Composition du conseil (0,107; 0,000) et Divulgence à propos du conseil (0,134; 0,036). Cela suggère que les mécanismes liés à la fonction monitoring du conseil d'administration renseignent moins le marché boursier dans le cas de firmes émergentes. Cependant, nos résultats ne montrent aucune différence entre les firmes émergentes et établies eu égard à l'impact en bourse des deux autres catégories de critères. Les coefficients du terme d'interaction GOUV*TSXV sont non significatifs pour les sous-scores Actionnariat et rémunération (-0,008; 0,854) et Droit des actionnaires (0,053; p=0,173). Le recours à des mesures incitatives et leur encadrement au sein de la firme réduiraient l'asymétrie d'information sur les marchés boursier, et ce, nonobstant le cycle de vie de la firme. Ces résultats sont en accord avec ceux des régressions de valeur (tableaux 7 et 8) et supportent la thèse d'un impact moindre en bourse de la fonction contrôle et surveillance du conseil d'administration des firmes émergentes.

À titre complémentaire, nous avons réalisé une analyse factorielle en composantes principales (ACP) à partir des quatre sous-scores de la grille de gouvernance. Les résultats (non présentés) suggèrent que la structure de l'information contenue dans les différentes catégories de critères de gouvernance diffère entre les indices boursiers. Dans le cas des firmes du TSX60, les quatre catégories contribuent à un même facteur qui explique 70% de la variation de l'information contenue dans les scores de gouvernances (valeur propre = 2,27). Dans le cas des firmes du SELECT, deux facteurs émergent clairement de l'analyse. Un premier, auquel contribuent les

catégories Composition du conseil et Divulgateion à propos du conseil (valeur propre = 1,46), et un second, auquel contribuent les catégories Actionnariat et rémunération et Droits des actionnaires (valeur propre = 1,13). Au cumul, ces deux facteurs expliquent 65 % de la variation de l'information contenue dans les scores de gouvernances des firmes émergentes. Cela signifie que dans le cas des firmes établies, l'indice de gouvernance capte un seul construit alors que deux construits distincts, un lié aux mesures incitatives et l'autre à la composition du conseil, expliquent les scores de gouvernances des firmes émergentes. Ces résultats sont en accord avec ceux des régressions des modèles de valeur et d'asymétrie d'information et avec le fait que les indices de gouvernance usuels ont été développés pour les firmes établies. Sur le marché des firmes émergentes, un seul de ces construits s'avérerait pertinent.

Discussion

Sommaire

Dans cet article, nous comparons l'incidence de la gouvernance sur l'asymétrie d'information et la valorisation des titres de firmes cotées à la bourse canadienne de croissance (TSXV) et de firmes cotées à la Bourse Toronto (TSX). Nos résultats montrent qu'à la différence de ce que l'on observe chez les firmes matures, l'impact en bourse diffère selon les critères de gouvernance dans le cas de firmes émergentes. Les critères reliés à la fonction contrôle et surveillance du conseil d'administration auraient moins d'incidence sur l'écart de cotation et la valeur des titres des firmes émergentes. Au contraire, des mesures incitatives et leur encadrement au sein de la firme renseigneraient le marché boursier et favoriseraient la valeur des titres, nonobstant le cycle de vie de la firme. Dans l'ensemble, nos résultats suggèrent que les problèmes d'agence et l'incertitude qu'ils créent sur les marchés boursiers sont un enjeu autant pour les firmes émergentes que pour les firmes matures. Cependant, lorsque la firme est

dans ses premières phases de développement, les investisseurs tiendraient compte de la façon dont le monitoring s'exerce. Ainsi, la valorisation des titres des firmes émergentes résulterait d'une forme d'arbitrage par le marché où les mécanismes d'alignement des intérêts prennent le pas sur les mécanismes de surveillance par le conseil.

Contribution

Malgré l'abondance des études en gouvernance d'entreprise, peu d'attention a été portée à l'évolution de la gouvernance au cours du cycle de vie de la firme (O'Connor & Byrne, 2015a, 2015b). À notre connaissance, notre étude est la première à comparer l'incidence en bourse de la gouvernance de firmes émergentes et de firmes matures. Notre étude contribue également à la littérature en ce qu'elle documente l'état de la gouvernance chez les firmes émergentes et sa pertinence pour les investisseurs. Malgré l'apport des firmes émergentes en matière d'innovations et de créations d'emplois, et le rôle essentiel des bourses de croissance dans leur financement, peu d'études empiriques se sont intéressées à ces sociétés. Nous observons une gouvernance beaucoup moins robuste chez les firmes émergentes que chez les firmes établies. Dans la mesure où les investisseurs font face aux mêmes problèmes d'agence dans le cas de firmes matures et de firmes émergentes, ces dernières auraient avantage à renforcer leurs mécanismes de gouvernance. Nos résultats mettent cependant en garde contre un modèle de gouvernance unique. Certains critères de gouvernance incontournables chez les firmes matures ont peu de répercussion en bourse pour les firmes émergentes, notamment celui de l'indépendance des membres du conseil d'administration. Enfin, notre étude confirme l'intérêt d'intégrer d'autres perspectives à celle de l'agence dans les recherches empiriques sur la gouvernance d'entreprise.

Limites et avenues de recherche futures

Parmi les limites potentielles de l'étude, mentionnons la taille modeste de l'échantillon. Cela s'explique par la plus grande liquidité des firmes du SELECT qui nous a permis de procéder à des analyses d'association en lien avec le comportement boursier. Aussi, comme c'est le cas pour l'ensemble des indices de gouvernance, le score peut refléter la performance de la firme en matière de gouvernance ou simplement son discours à cet égard. Enfin, la grille de gouvernance ne contenant pas de critères aptes à mesurer les dimensions « acquisition de ressources » et « contribution à la stratégie » de la gouvernance, cette étude n'a pu tester leur impact en bourse. Nous croyons que l'élaboration de tels critères pourrait constituer une avancée pour l'analyse de la gouvernance des firmes émergentes. De façon plus générale, les recherches futures pourraient viser le développement de critères de gouvernance adaptés aux firmes émergentes, pour soutenir les stratégies de divulgation des sociétés et les efforts de normalisation sur les bourses de croissance.

Références

- Aguilera, R. V., Filatotchev, I., Gospel, H., & Jackson, G. (2008). Costs, contingencies and complementarities in corporate governance models. *Organization Science*, 19(3), 475-494.
- Aitken, M., & Frino, A. (1996). Asymmetry in stock returns following block trades on the Australian Stock Exchange: A note. *Abacus*, 32(1), 54-61.
- Amir, E., & Lev, B. (1996). Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 3-30.
- Bates, K., & Hennessy, D. (2010). Tilting at windmills or contested norms? Dissident proxy initiatives in Canada. *Corporate Governance: An International Review*, 18(4), 360-375.
- Bedchuk, L., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance. *Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York.
- Brown, L. & Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409-434.
- Brown, S., Lo, K., & Lys, T. (1999). Use of R² in accounting research: Measuring changes in value relevance over the last four decades. *Journal of Accounting and Economics*, 28(2), 83-115.
- Christopher, J. (2010). Corporate governance – A multi-theoretical approach to recognizing the wider influencing forces impacting on organizations. *Critical Perspectives on Accounting*, 21(8), 683-695.
- Copeland, T. E., & Galai, D. (1983). Information effects on the bid-ask spread. *Journal of Finance*, 38(5), 1457-1469.

- Cremers, K. J. M., & Nair, V. B. (2005). Governance mechanisms and equity prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859-2894.
- Darrough, M., & Ye, J. (2007). Valuation of loss firms in a knowledge-based economy. *Review of Accounting Studies*, 12(1), 61-93.
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Demsetz, H. (1968). Why regulate utilities. *Journal of Law and Economics*, 11(1), 55-56.
- Dey, A. (2005). *Corporate governance and financial reporting credibility*. PhD, Illinois, North Western University.
- Easton, P. D. (1998). Discussion of revalued financial, tangible, and intangible assets: Association with share prices and non-market-based value estimates. *Journal of Accounting Research*, 36(supplément), 235-247.
- Elbadry, A., Gounopoulos, D., & Skinner, F. (2015). Governance quality and information asymmetry. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 24(2-3), 127-157.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-326.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Filatotchev, I. (2006). Effects of executive characteristics and venture capital involvement on board composition and share ownership in IPO firms. *British Journal of Management*, 17(1), 75-92.

- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A., Jr. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. New York: Oxford University Press.
- Forester, S. R., & Huen, B. C. (2004). Does corporate Governance matter to Canadian investors? *Canadian Investment Review*, 17(3), 19-25.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Geletkanycz, M. A., & Boyd, B. K. (2011). CEO outside directorships and firm performance : A reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, 54(2), 335-352.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20 (1-2), 175-202.
- Hambrick, D. C., Werder, A. V., & Zajac, E. J. (2008). New directions in corporate governance research. *Organization Science*, 19(3), 381-385.
- He, L. (2008). Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance. *Journal of Business Venturing*, 23(3), 257-279.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.

- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance pay and top management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264.
- Johnson, J., Daily, C., & Ellstrand, A. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Johnson, S. G., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: Social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, 39(1), 232-262.
- Judge, W., & Zeithaml, C. (1992). Institutional and strategic choice perspectives on board involvement in the strategic decision process. *Academy of Management Journal*, 35(4), 755-794.
- Lev, B., & Sougiannis, T. (1996). The capitalisation, amortisation, and value-relevance of R&D. *Journal of Accounting and Economics*, 21(1), 107-138.
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003). Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view. *The Academy of Management Review*, 28(3), 416-431.
- Makadok, R. (2001). Toward a synthesis of the resource-based and dynamic-capability views of rent creation. *Strategic Management Journal*, 22(5), 387-401.
- McNulty, T., & Pettigrew, A. M. (1999). Strategists on the board. *Organization Studies*, 20(1), 47-74.
- Mintzberg, H. (1983). *Power in and around organizations*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall. Chicago.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate performance and managerial remuneration: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 11-42.
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23-43.

- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015b). When does corporate governance matter? Evidence from across the corporate life-cycle. *Managerial Finance*, 41(7), 673-691.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependency perspective*, New York: Harper and Row.
- Pugliese, A., Minichilli, A., & Zattoni, A. (2014). Integrating agency and resource dependence theory: Firm profitability, industry regulation, and board tasks performance. *Journal of Business Research*, 67(6), 1189-1200.
- Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying board context, process and dynamics: Some challenges for the future. *British Journal of Management*, 16(1), 27-38.
- Redliker, K. J., & Seth, A. (1995). Boards of directors and substitution effects of alternative governance mechanisms. *Strategic Management Journal*, 16(2), 85-99.
- Roberts, J., McNulty, T., & Styles, P. (2005). Beyond agency conception of the work of the non-executive directors: Creating accountability in the boardroom. *British Journal of Management*, 16(1), 5-26.
- Ryan, L. V., Buchholtz, A. K., & Kolb, R. W. (2010). New directions in corporate governance and finance: Implications for business ethics research. *Business Ethics Quarterly*, 20(4), 673-694.
- Shen, Y., & Stark, A. W. (2013). Evaluating the effectiveness of model specifications and estimation approaches for empirical accounting-based valuation models. *Accounting and Business Research*, 43(6), 660-682.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Vafeas, N. (2000). Board structure and the informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.
- WFE. (2016). *WFE Report on SME Exchanges*.

- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zhara, S. A., & Filatotchev, I. (2004). Governance of the entrepreneurial threshold firm: A knowledge based perspective. *Journal of Management Studies*, 41(5), 885-898.
- Zhara, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Board of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.

Tableau 1 : Statistiques descriptives des variables financières et de marché

	Moyenne	Médiane	Écart type	Minimum	Maximum
TSX60					
VM (en M\$)*	22 296,6	14 457,8	20 357,7	3 615,3	100 949,4
CP (en M\$)	11 304,0	7 588,0	10 749,8	761,2	47 070,1
VM/CP (Cours/valeur comptable)	2,40	1,99	1,73	0,56	11,49
RNET (en M\$)	825,6	593,3	2 524,2	-11 809,6	8 073,6
RNET/CP	0,07	0,10	0,20	-0,87	0,52
VOLU/ACT	0,78	0,65	0,55	0,19	3,67
EDC (en %)	0,07	0,05	0,05	0,02	0,31
VOLA (en %)	24,60	20,07	13,45	10,49	76,84
SELECT					
VM (en M\$)	177,0	91,2	385,7	33,9	2 856,4
CP (en M\$)	98,7	47,6	142,2	-3,1	881,1
VM/CP (Cours/valeur comptable)	2,69	1,61	7,49	-27,12	31,88
RNET (en M\$)	-12,3	-5,2	36,1	-171,6	59,0
RNET/CP	-0,16	-0,10	1,21	-4,36	5,35
VOLU/ACT	0,60	0,46	0,46	0,05	2,64
EDC (en %)	1,88	1,81	0,87	0,21	4,79
VOLA (en %)	69,44	67,97	21,49	0,01	128,66

* M\$: Millions de dollars canadiens

VM : Valeur de marché (capitalisation boursière); CP : Capitaux propres; VM/CP : Valeur de marché des capitaux propres; RNET : Résultat net ; RNET/CP : Résultat net par capitaux propres; VOLU/ACT : Rotation des actions; EDC : Écart de cotation; VOLA : Volatilité du cours.

Tableau 2 : Statistiques descriptives des scores de gouvernance (GOUV)

	Moyenne	Médiane	Écart type	Minimum	Maximum
TSX60					
Score global	78,7	83,5	13,3	39	98
Scores par catégorie :					
- Composition du conseil	23,4	24	4,5	12	29
- Rémunération	21,4	21,5	4,1	11	28
- Droits des actionnaires	23,2	25	4,9	5	28
- Divulgence - conseil	10,7	12	2,2	5	13
SELECT					
Score global	31,5	31	6,6	17	48
Scores par catégorie :					
- Composition du conseil	10,3	10,5	4,5	1	20
- Rémunération	5,3	5,5	2,3	1	12
- Droits des actionnaires	13,2	13	2,6	10	20
- Divulgence - conseil	2,8	3	1,6	1	8

Tableau 3 : Scores moyens par critère – Composition du conseil (31 points)

	SELECT	TSX60
1 Indépendance des membres du conseil (4 points)	2,8	3,6
2 Indépendance du comité d'audit (3 points)	2,1	2,8
3 Indépendance du comité de rémunération (2 points)	1,3	1,8
4 Indépendance du comité de nomination (2 points)	0,6	1,7
5 Indépendance du président du conseil (4 points)	1,9	2,9
6a Cumul des mandats – en groupe (1 point)	0,3	0,7
6b Cumul des mandats – seul (1 point)	0,7	0,9
7 Mixité du conseil (4 points)	0,1	1,3
8 Évaluation du conseil (4 points)	0,1	2,4
9 Réunions hors la présence des membres exécutifs (3 points)	0,3	2,5
10 Planification de la relève à la direction générale (2 points)	0,0	1,5
11 Formation continue des membres du conseil (2 points)	0,1	1,2
	10,3	23,4

Tableau 4 : Scores moyens par critère – Rémunération (28 points)

	SELECT	TSX60
12a Exigences de détention pour les membres du CA (4 points)	0,0	3,4
12b Nombre d'actions détenues par ces membres (4 points)	2,2	3,2
13a Exigences de détention pour le DG (2 points)	0,0	1,9
13b Nombre d'actions détenues par le DG (3 points)	2,1	2,9
14 Interdiction de couverture de risque par le DG (1 point)	0,2	0,9
15a Critères relatifs à la rémunération variable du DG (1 point)	0,1	0,6
15b Recours à des objectifs chiffrés (2 points)	0,2	1,7
15c Degré d'atteinte des objectifs et rémunération (1 point)	0,1	0,9
16a Rémunération basée sur la performance relative (1 point)	0,2	0,6
16b Composition du groupe de comparaison (1 point)	0,1	0,6
16c Critères de sélection du groupe de comparaison (1 point)	0,1	0,6
17 Critères relatifs à l'exercice des options d'achat (2 points)	0,0	1,5
18 Valeur des actions détenues par le DG (2 points)	0,0	1,2
19 Gains réalisés sur options par les dirigeants (2 points)	0,1	1,0
20 % de la rémunération totale de la haute direction (1 point)	0,0	0,7
	5,3	21,4

Tableau 5 : Scores moyens par critère – Droit des actionnaires (28 points)

	SELECT	TSX60
21a Élection des membres du conseil à la majorité (3 points)	0,5	2,8
21b Vote consultatif sur la rémunération des dirigeants (2 points)	0,0	1,6
21c Résultat détaillé des votes à l'assemblée annuelle (1 point)	0,0	1,0
22 « Claw back » pour actes répréhensibles du DG (1 point)	0,0	0,7
23 Indisponibilité des actions suite au départ du DG (1 point)	0,0	0,3
24 « Double-trigger » si changement de contrôle (1 point)	0,4	0,6
25a Dilution excessive par les options d'achat d'actions (2 points)	0,3	1,4
25b Attribution excessive d'options au dernier exercice (2 points)	1,1	1,8
25c Période de détention minimum des options (2 points)	0,4	1,9
26a Degré de dilution à la fin de l'exercice (1 point)	0,2	0,9
26b Taux d'attribution au dernier exercice (1 point)	0,0	0,7
27 Plan d'attribution d'options aux membres du CA (1 point)	0,3	1,0
28 Actions à droit de vote multiple (10 points)	10,0	8,8
	13,2	23,2

Tableau 6 : Scores moyens par critère – Divulgence à propos du conseil (13 points)

	SELECT	TSX60
29 Information sur les administrateurs reliés (1 point)	1,0	0,9
30a Qualifications des administrateurs (1 point)	0,3	1,0
30b Domaines d'expertise des administrateurs (1 point)	0,0	0,7
31 Derniers résultats des votes pour l'élection au CA (1 point)	0,0	0,2
32 Assiduité des membres aux réunions du conseil (2 points)	0,8	1,7
33a Valeur des actions détenues par chaque membre (2 points)	0,0	1,7
33b Respect des exigences – détention d'actions (1 point)	0,0	0,8
34a Honoraires à des consultants en rémunération (1 point)	0,3	1,0
34b Honoraires pour autres services rendus (1 point)	0,3	1,0
35a Âge des membres du CA (1 point)	0,1	0,9
35b Politique de retraite pour les membres du CA (1 point)	0,0	0,9
	2,8	10,7

Tableau 7 : Régressions au sens des moindres carrés ordinaires (MCO) de la valorisation des scores de gouvernance

		Score global de gouvernance	Score par catégorie			
			Actionnariat & rémunération	Composition du conseil	Droit des actionnaires	Divulgateion - conseil
VM/CP (ratio cours/valeur comptable)						
1/CP	+	0,475 [0,000]	0,539 [0,000]	0,467 [0,000]	0,494 [0,000]	0,502 [0,000]
RNET/CP	+	10,419 [0,000]	10,793 [0,000]	10,796 [0,000]	10,438 [0,000]	10,226 [0,000]
RNET/CP*RNEG	-	-13,053 [0,000]	-13,121 [0,000]	-13,517 [0,000]	-12,948 [0,000]	-12,717 [0,000]
GOUV	+	0,013 [0,021]	0,043 [0,030]	0,040 [0,029]	0,043 [0,020]	0,095 [0,025]
GOUV*TSXV	+/-	-0,075 [0,166]	0,280 [0,079]	-0,178 [0,028]	-0,141 [0,297]	-0,410 [0,063]
RNEG	-	0,371 [0,622]	0,745 [0,312]	0,469 [0,533]	0,381 [0,611]	0,434 [0,571]
TSXV	+/-	1,886 [0,318]	-2,204 [0,073]	1,254 [0,254]	1,164 [0,542]	0,723 [0,452]
N		112	112	112	112	112
R2 ajusté		0,827	0,829	0,831	0,826	0,828

Test unidirectionnel si signe prévu. Test bidirectionnel autrement.

VM/CP : Valeur de marché des capitaux propres; 1/CP : Inverse des capitaux propres;
RNET/CP : Résultat net par capitaux propres; GOUV : Score de gouvernance; RNEG : Variable binaire, 1 si résultat net négatif, 0 sinon; TSXV : Variable binaire, 1 si firme cotée sur le TSXV, 0 sinon.

Tableau 8 : Régressions au sens des moindres carrés ordinaires (MCO) de la valorisation des scores de gouvernance – facteur de croissance estimé par les résultats nets ajustés et la dépense en R&D

		Score global de gouvernance	Score par catégorie			
			Actionnariat & rémunération	Composition du conseil	Droit des actionnaires	Divulgateion - conseil
VM/CP (ratio price-to-book)						
1/CP	+	0,392 [0,000]	0,447 [0,000]	0,394 [0,000]	0,401 [0,000]	0,404 [0,000]
RAVRD/CP	+	8,808 [0,001]	9,287 [0,000]	9,186 [0,000]	8,838 [0,000]	8,579 [0,000]
RAVRD/CP*RNEG	-	-11,053 [0,000]	-11,262 [0,000]	-11,505 [0,000]	-10,986 [0,000]	-10,684 [0,000]
RD/CP	-	6,254 [0,000]	6,059 [0,000]	6,068 [0,000]	6,322 [0,000]	6,521 [0,000]
GOUV	+	0,015 [0,007]	0,050 [0,011]	0,047 [0,009]	0,051 [0,006]	0,111 [0,008]
GOUV*TSXV	+/-	-0,056 [0,293]	0,272 [0,078]	-0,133 [0,100]	-0,148 [0,256]	-0,506 [0,018]
RNEG	-	0,204 [0,777]	0,599 [0,397]	0,287 [0,693]	0,205 [0,774]	0,267 [0,714]
TSXV	+/-	1,457 [0,427]	-1,954 [0,101]	0,971 [0,365]	1,439 [0,435]	1,221 [0,186]
N		112	112	112	112	112
R2 ajusté		0,838	0,843	0,858	0,838	0,842

Test unidirectionnel si signe prévu. Test bidirectionnel autrement.

VM/CP : Valeur de marché des capitaux propres; 1/CP : Inverse des capitaux propres;
 RAVRD/CP : Résultat net avant dépense de R&D par capitaux propres; RD/CP : Dépense de R&D par capitaux propres; GOUV : Score de gouvernance; RNEG : Variable binaire, 1 si résultat net négatif, 0 sinon; TSXV : Variable binaire, 1 si firme cotée sur le TSXV, 0 sinon.

Tableau 9 : Régressions au sens des moindres carrés ordinaires (MCO) de l'asymétrie d'information selon les scores de gouvernance (estimateurs robustes)

		Score global de gouvernance	Score par catégorie			
			Composition du conseil	Actionnariat & rémunération	Droit des actionnaires	Divulgateion - Conseil
LNEDC (Écart de cotation)						
LN VOLU	-	-0,180 [0,008]	-0,261 [0,000]	-0,212 [0,003]	-0,260 [0,000]	-0,232 [0,002]
LN VOLA	+	0,132 [0,140]	0,122 [0,161]	0,083 [0,238]	0,081 [0,279]	0,070 [0,291]
GOUV	-	-0,029 [0,000]	-0,075 [0,000]	-0,090 [0,000]	-0,071 [0,001]	-0,166 [0,000]
GOUV*TSXV	+/-	0,025 [0,039]	0,107 [0,000]	-0,008 [0,854]	0,053 [0,173]	0,134 [0,036]
TSXV	+	0,762 [0,105]	0,680 [0,108]	2,425 [0,000]	1,409 [0,021]	1,209 [0,008]
N		112	112	112	112	112
R2		0,917	0,918	0,920	0,917	0,918

Test unidirectionnel si signe prévu. Test bidirectionnel autrement.

LNEDC : Log naturel de l'écart de cotation; LN VOLU : Log naturel du volume de titres traités; LN VOLA : Log naturel de la volatilité du cours; GOUV : Score de gouvernance; TSXV : Variable binaire, 1 si firme cotée sur le TSXV, 0 sinon.