

La gouvernance d'entreprise en dehors des États-Unis : mécanismes obligatoires ou librement consentis?

Richard Bozec

Numéro 39-40, 2009

Culture — Natures in Canada
Culture — natures au Canada

URI : <https://id.erudit.org/iderudit/040834ar>
DOI : <https://doi.org/10.7202/040834ar>

[Aller au sommaire du numéro](#)

Éditeur(s)

Conseil international d'études canadiennes

ISSN

1180-3991 (imprimé)
1923-5291 (numérique)

[Découvrir la revue](#)

Citer cet article

Bozec, R. (2009). La gouvernance d'entreprise en dehors des États-Unis : mécanismes obligatoires ou librement consentis? *International Journal of Canadian Studies / Revue internationale d'études canadiennes*, (39-40), 301–319. <https://doi.org/10.7202/040834ar>

Résumé de l'article

L'article vise à étudier l'intérêt d'instaurer, à l'instar des États-Unis, des normes obligatoires de gouvernance. L'étude est menée au Canada où les règles de gouvernance sont librement consenties. En revanche, une grande proportion des entreprises canadiennes inscrites en bourse sont aussi cotées sur une bourse américaine et doivent, par conséquent, se soumettre aux règles obligatoires énoncées par la Security and Exchange Commission (SEC). Le cœur de la démarche vise donc à comparer les normes de gouvernance pour des entreprises simultanément cotées aux États-Unis et au Canada d'une part, et uniquement au Canada d'autre part.

Les résultats de l'étude démontrent qu'un régime de gouvernance obligatoire a un effet plutôt mitigé sur les pratiques de gouvernance des entreprises. Par contre, la taille de l'entreprise influence positivement l'adoption des règles de bonne gouvernance alors que la présence d'un actionnaire dominant a un effet inverse. Dans l'ensemble, les résultats supportent la position de ceux qui prônent le maintien d'un régime de gouvernance volontaire au Canada.

Richard Bozec

La gouvernance d'entreprise en dehors des États-Unis : mécanismes obligatoires ou librement consentis ?

Résumé

L'article vise à étudier l'intérêt d'instaurer, à l'instar des États-Unis, des normes obligatoires de gouvernance. L'étude est menée au Canada où les règles de gouvernance sont librement consenties. En revanche, une grande proportion des entreprises canadiennes inscrites en bourse sont aussi cotées sur une bourse américaine et doivent, par conséquent, se soumettre aux règles obligatoires énoncées par la Security and Exchange Commission (SEC). Le cœur de la démarche vise donc à comparer les normes de gouvernance pour des entreprises simultanément cotées aux États-Unis et au Canada d'une part, et uniquement au Canada d'autre part.

Les résultats de l'étude démontrent qu'un régime de gouvernance obligatoire a un effet plutôt mitigé sur les pratiques de gouvernance des entreprises. Par contre, la taille de l'entreprise influence positivement l'adoption des règles de bonne gouvernance alors que la présence d'un actionnaire dominant a un effet inverse. Dans l'ensemble, les résultats supportent la position de ceux qui prônent le maintien d'un régime de gouvernance volontaire au Canada.

Abstract

The article looks at the significance of introducing, like the United States, compulsory norms of governance. The study is conducted in Canada where governance regulations are freely consented to. However, the shares of a large proportion of Canadian companies listed on the stock exchange are also traded on an American stock exchange and, consequently, these companies must adhere to the compulsory regulations of the Security and Exchange Commission (SEC). The approach focuses on comparing the norms of governance of companies whose shares are traded simultaneously in the U.S. and Canada, and on the other hand, traded solely in Canada.

Results of the study show that a compulsory governance regime has a limited effect on companies' governance practices. However, the size of the company has a positive influence with regard to adopting rules of good governance, whereas the presence of a majority shareholder has the opposite effect. Overall, results support the position of those who advocate maintaining a voluntary governance regime in Canada.

La gouvernance, du point de vue de la finance, réfère aux différents mécanismes de contrôle mis en place par une entreprise en vue de garantir

aux investisseurs que les dirigeants agissent dans leurs intérêts (Shleifer et Vishny). Les préoccupations liées à la gouvernance d'entreprise ne sont pas nouvelles. En effet, Berles et Means exposaient déjà clairement, au début du siècle dernier, les problèmes potentiels d'agence issus de la séparation entre la propriété et le contrôle des entreprises. Plus récemment, de nombreux groupes d'intérêts et comités spéciaux ont vu le jour avec pour mandat de proposer un guide de bonne gouvernance aux entreprises. Parmi les rapports publiés, mentionnons, entre autres, ceux du Joint Committee on Corporate Governance, en 2001, au Canada, du Blue Ribbon Committee, en 1999, aux États-Unis, de Viénot, en 1999, en France, de Hampel, en 1998, et de Turnbull, en 1999, en Angleterre. Les principales recommandations consignées dans ces divers rapports ont pour cible le conseil d'administration (CA), ce dernier étant généralement perçu comme l'organe central de contrôle des organisations. Les recommandations portent plus précisément sur la structure, la composition et le fonctionnement du CA et de ses comités, incluant le comité d'audit.

Mais l'évènement qui a mis en exergue l'importance de la gouvernance fut certainement l'effondrement de l'empire Enron aux États-Unis et les nombreux scandales financiers qui se sont succédés un peu partout à travers le monde incluant Parmalat et Vivendi. Les faillites spectaculaires des dernières années, et plus récemment, l'effondrement du marché financier aux États-Unis, nous rappellent à quel point le fonctionnement de nos économies, donc le bien-être de nos sociétés, est étroitement lié à la qualité des mécanismes de gouvernance en place au sein de nos institutions publiques et privées. L'affaire Enron a, certes, marqué le début d'une ère nouvelle en gouvernance d'entreprise puisqu'elle a précipité l'adoption de nouvelles lois régissant les sociétés cotées. Aux États-Unis, le président Bush a adopté la loi Sarbanes-Oxley en 2002. Cette loi, la première d'importance depuis que la *Security and Exchange Commission* (SEC) fut créée en 1934, impose des réformes en profondeur qui portent notamment sur la présentation des comptes et de l'information financière ainsi que sur le contrôle des entreprises et des auditeurs. Le Canada n'a d'ailleurs pas tardé à réagir à la crise financière avec l'adoption, la même année, de la loi 198, une loi omnibus qui donne des pouvoirs additionnels à la *Commission des valeurs mobilières de l'Ontario* afin qu'elle réglemente en la matière.

Les réformes et les initiatives entreprises dans le domaine de la gouvernance au cours de la dernière décennie, tant au Canada qu'en Europe, furent largement tributaires des développements menés aux États-Unis comme si le modèle de gouvernance américain constituait le point de référence ultime en matière de gouvernance d'entreprise (Gilson). Un consensus international semble avoir été atteint quant aux normes et pratiques nationales de gouvernance applicables aux sociétés cotées, interdépendance des marchés financiers oblige. Or, importer les règles de gouvernance des États-Unis est une chose, mais la façon de les implanter en est une autre. En effet, l'approche privilégiée aux États-Unis pour faire

respecter les lois et réglementations en matière de gouvernance diffère radicalement de celle des autres pays dans la mesure où les mécanismes de gouvernance y sont obligatoires (*rule-based approach*) alors qu'ils sont librement consentis ailleurs (*principle-based approach*).

Par ailleurs, la crise financière de 2008 qui a contribué à faire sombrer l'économie mondiale dans une récession prolongée a mis en lumière le besoin urgent d'une plus grande transparence du système financier. Il semble acquis aujourd'hui que tous les marchés, produits et acteurs de ce système, doivent être soumis à une plus grande surveillance, voir à une réglementation accrue. Dans ce contexte, l'objectif de cette étude vise à analyser l'intérêt d'instaurer, à l'instar des États-Unis, des normes obligatoires de gouvernance. Les pratiques de gouvernance sont analysées sur deux dimensions : le type de régime, obligatoire versus volontaire et la nature des pratiques, réglementées versus non réglementées.

L'étude est menée au Canada où une large proportion des entreprises ouvertes sont inscrites à la fois sur une bourse canadienne et américaine. Comme dans le cas des émetteurs étrangers privés, les entreprises canadiennes cotées aux États-Unis doivent certifier leurs comptes auprès de la SEC, et par conséquent, doivent se soumettre aux règles obligatoires énoncées par cette commission. Aussi, nous est-il possible de comparer l'impact de chaque type de régime, obligatoire et volontaire, sur les décisions de l'entreprise en matière de gouvernance. En fait, le cœur de la démarche est de comparer les normes de gouvernance pour des entreprises simultanément cotées aux États-Unis et au Canada d'une part, et uniquement au Canada d'autre part.

Les pratiques de gouvernance sont mesurées à partir de l'indice développé et publié par le *Globe and Mail* (indice ROB). Cet indice est élaboré à partir d'une série de critères de gouvernance regroupés dans les quatre catégories suivantes: la composition du CA, la rémunération, les droits des actionnaires et la divulgation d'information. L'échantillon comprend 133 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto dont 62 (47%) sont aussi cotées sur une bourse américaine. L'étude est basée sur les données de l'année 2005 soit l'année où les entreprises doivent se conformer, sans exceptions, aux règles énoncées dans la loi Sarbanes-Oxley et la loi 198.

Les résultats de l'étude démontrent qu'un régime de gouvernance obligatoire a un effet plutôt mitigé sur les pratiques de gouvernance des entreprises. Par contre, la taille de l'entreprise influence positivement l'adoption des règles de bonne gouvernance alors que la présence d'un actionnaire dominant a un effet inverse. Dans l'ensemble, les résultats supportent la position de ceux qui prônent le maintien d'un régime de gouvernance volontaire au Canada.

En plus de contribuer au débat sur le bien-fondé d'un régime de gouvernance obligatoire en dehors des États-Unis, l'étude contribue à la littérature portant sur le niveau de conformité des entreprises aux règles de

bonne gouvernance (Akkermans et al.; Chhaochharia et Grinstein; Silveira et al.; Price et al.; Wahab et al.; Anand et al.; Werder et al.; Berglof et Pajuste; Padgett et Shabbir; Fernandez-Rodriguez et al.; Alves et Mendes). En effet, au lieu de nous limiter à l'analyse des règles prescrites, nous analysons également les pratiques de gouvernance des entreprises dans les champs non réglementés. Par ailleurs, nous étudions les pratiques de gouvernance des entreprises à la lumière de plusieurs facteurs jugés déterminants incluant le type de régime de gouvernance en vigueur, la taille de l'entreprise et sa structure de propriété.

L'étude est organisée de la manière suivante. La prochaine section décrit brièvement les nouvelles règles de gouvernance introduites au Canada dans le cadre de la loi 198. La section 2 fait état des principaux arguments en faveur du maintien d'un régime de gouvernance volontaire en dehors des États-Unis. La section 3 présente la méthodologie utilisée et la section 4, les principaux résultats obtenus. La section 5 conclut l'étude.

Bref survol des nouvelles règles de gouvernance au Canada

La loi 198 a été adoptée au Canada en 2002. Son application fut prévue à toutes les entreprises cotées à la bourse de Toronto à la fin de 2004. Cette loi, qui fait suite à la loi Sarbanes-Oxley adoptée en 2002 aux États-Unis, s'articule autour de trois axes. Le premier, vise à améliorer la performance des experts-comptables et à accroître la confiance du public envers cette profession. Pour ce faire, deux organismes de réglementation ont été créés, l'un en vue de surveiller les vérificateurs externes, le *Canadian Public Accountability Board*, l'autre en vue de surveiller les normalisateurs des services d'audit, le *Auditing and Assurance Standards Oversight Council*.

Le deuxième axe comprend le renforcement des pouvoirs de la *Commission des Valeurs Mobilières de l'Ontario* (CVMO) en vue de faire respecter la loi. À cette fin, la CVMO peut maintenant imposer des amendes pouvant atteindre cinq millions de dollars canadiens à une personne ou une société qui transgresse les lois sur les valeurs mobilières de l'Ontario et (ou) qui transmet de l'information trompeuse ou erronée soit à la commission ou bien dans les divers documents qu'elle produit.

Enfin, le troisième axe de la loi 198 vise à améliorer la fiabilité de l'information financière divulguée par les entreprises. Plusieurs dispositions furent prises à cet égard. Notamment, la loi :

- énonce les différents services autres que la vérification qui sont interdits;
- énonce les responsabilités de gouvernance, comme l'obligation du président-directeur général et du directeur financier d'attester sur l'honneur l'exactitude des états financiers annuels et trimestriels et, de surcroît, d'évaluer

l'efficacité des contrôles internes et faire part des lacunes au comité de vérification de la société et à ses vérificateurs externes;

- oblige le vérificateur à attester les contrôles internes de l'entreprise;
- recommande une indépendance accrue des administrateurs;
- exige que les comités de vérification soit composés exclusivement de membres externes possédant des compétences financières;
- interdit les prêts accordés par les entreprises à leurs dirigeants.

Malgré leur apparente similitude, la loi 198 diffère de la loi Sarbanes-Oxley quant au mode d'application des normes qu'elles préconisent.

Les avantages d'un régime de gouvernance volontaire en dehors des États-Unis

Au Canada, comme en Europe, la grande majorité des règles de gouvernance sont appliquées par les entreprises de manière volontaire. Plus précisément, les entreprises cotées ont seulement une obligation de divulgation en ce sens qu'elles doivent indiquer dans leur rapport annuel ou dans leur circulaire d'information si elles ont rencontré les normes de bonne gouvernance préconisées et, le cas échéant, expliquer, s'il y a lieu, les mesures mises en œuvre pour y parvenir. Ce système est aussi connu sous le nom de '*comply or explain*'. En revanche, aux États-Unis, les règles de gouvernance sont obligatoires pour les entreprises cotées.

Le recours à des mécanismes librement consentis en dehors des États-Unis peut se justifier pour deux raisons principales. Premièrement, les marchés financiers au Canada et en Europe sont moins importants que ceux des États-Unis. Le taux de capitalisation boursière des entreprises cotées y est généralement plus faible. Par exemple, presque la moitié des entreprises cotées à la bourse de Toronto ont une capitalisation boursière inférieure à 50 millions de dollars canadiens. Pour ces entreprises, le coût de conformité aux normes de gouvernance est relativement plus élevé que pour les entreprises dont la capitalisation boursière est supérieure. En général, la conformité représente un défi plus grand pour les petites sociétés dont les ressources sont limitées (Linck et al.; Aggarwal et Williamson).

Deuxièmement, la propriété est largement dispersée aux États-Unis alors qu'elle tend à être concentrée en Europe continentale et au Canada (La Porta et al.). Dans un tel contexte, le défi principal n'est pas tant de protéger les intérêts des actionnaires en cherchant à améliorer le contrôle et la surveillance des dirigeants mais plutôt de protéger les intérêts des

actionnaires minoritaires contre l'extraction potentielle de rentes par l'actionnaire dominant. Qui plus est, lorsque la propriété des entreprises est concentrée dans les mains d'un actionnaire dominant, les coûts de surveillance et de contrôle des dirigeants sont réduits. Il en va ainsi de l'avantage économique d'introduire des mécanismes de contrôle interne comme ceux préconisés sous la loi 198 ou la loi Sarbanes-Oxley. Ceci est d'autant plus vrai que la propriété est concentrée dans les mains d'un actionnaire-dirigeant. Dans une telle situation, certaines dispositions de la loi comme celles prévoyant la séparation du rôle de président du conseil et de chef de la direction et la présence d'un CA indépendant n'ajoutent que peu ou pas de valeur à l'entreprise. À ce titre, l'effet de substitution entre, d'une part, la concentration de la propriété et, d'autre part, les pratiques de gouvernance a été supporté par plusieurs études empiriques (voir, entre autres, Prevost et al; Rediker et Seth; Bhatala et Rao). Par exemple, une relation négative est généralement rapportée entre le niveau de concentration de la propriété et le niveau d'indépendance du CA. Ainsi, l'application de normes de gouvernance sur base volontaire serait une façon de reconnaître les disparités entre les entreprises et, par conséquent, le besoin d'un régime flexible.

De façon plus générale, dans un système où les normes de gouvernance sont librement consenties et où l'entreprise a simplement une obligation de divulgation, il revient au marché, et ultimement aux investisseurs, de juger de la qualité des pratiques de gouvernance mises en place par l'entreprise. Cet exercice doit être mené à partir de l'information divulguée par l'entreprise dans son rapport annuel et ses circulaires d'information. Encore faut-il que l'investisseur ait le temps et surtout la capacité d'entreprendre une telle évaluation. On pourrait, certes, douter des compétences des petits investisseurs en la matière. En revanche, les investisseurs institutionnels ou sophistiqués ont généralement les ressources, les contacts et l'expertise pour juger de la qualité des mécanismes de gouvernance adoptés par les entreprises. Ce serait donc en partie sur ces investisseurs influents que reposerait le bon fonctionnement d'un régime fondé sur l'application libre des règles de gouvernance.

Par ailleurs, un régime de gouvernance qui met l'accent sur l'application de principes plutôt que sur le respect de normes strictes et prédéfinies permet aux entreprises de mieux adapter leurs pratiques de gouvernance aux conditions changeantes de leur environnement. Dans le cadre d'un tel régime, les risques que les législateurs soient appelés à réviser les réglementations en vigueur sont aussi plus limités. Dans un environnement incertain, donc sujet au changement, il est en effet plus facile de la part des législateurs de faire respecter l'esprit d'une loi plutôt que les dispositions particulières de la loi en question.

Enfin, pour que l'application de normes de gouvernance strictes soit effective, il est nécessaire d'avoir en place des institutions de gouvernance indépendantes et pleinement responsables, dotées d'un budget suffisant afin de s'assurer que ces normes soient bien appliquées et respectées par les entreprises. L'appareil juridique nécessaire à la mise en vigueur des normes de gouvernance est moins lourd dans le cadre d'un régime qui vise à modifier les comportements et à inculquer une culture de bonne gouvernance aux entreprises. Dans un régime volontaire, ce sont les investisseurs, juges ultimes de la gouvernance d'entreprise, qui sont mis à contribution. Dans un régime obligatoire, la pression est dirigée plutôt vers les législateurs et les organismes de réglementation qui doivent veiller à la pertinence et au respect des normes en vigueur.

En somme, les arguments en faveur d'un régime où les règles de gouvernance seraient appliquées sur base volontaire par les entreprises sont assez convaincants pour justifier le maintien d'un tel régime en dehors des États-Unis. L'objectif de notre étude vise précisément à analyser le bien fondé d'un régime de gouvernance obligatoire au Canada. La méthodologie proposée est décrite à la section suivante.

Méthodologie

Échantillon

Les entreprises sélectionnées pour l'étude sont inscrites à la bourse de Toronto. Elles font aussi partie de l'indice ROB, un indice de gouvernance développé et publié annuellement depuis 2001 par le Globe and Mail. Un total de 133 entreprises sont ainsi retenues pour l'étude dont 62 (47%) ont leurs titres de propriété qui se transigent à la fois sur la bourse de Toronto et sur l'une des deux principales bourses américaines, soit le New York Stock Exchange (NYSE) et le NASDAQ National Market (NASDAQ). Le Tableau 1 présente le découpage de l'échantillon par industrie.

Tableau 1. Classification de l'échantillon par industrie

Industries	
Biens de consommation	19
Produits de première nécessité	12
Énergie	19
Services financiers	16
Santé	7
Biens industriels	13
Matières premières	29
Technologie de l'information et des télécommunications	18
Total des entreprises sélectionnées	133

Indices de gouvernance

L'indice ROB est élaboré à partir d'une série de critères de gouvernance d'entreprise touchant la composition du CA, la rémunération, les droits des actionnaires et la divulgation d'information. L'indice est développé à partir de l'information recueillie à même les circulaires d'information de l'entreprise. En général, les études antérieures portant sur la relation entre l'indice ROB et la performance suggèrent que l'indice en question est utile pour le marché financier canadien (Gupta et al.; Klein et al.; Foerster et Huen). Le détail de l'indice est présenté à l'annexe 1.

L'indice ROB de l'année 2005 est utilisé pour l'étude. L'année 2005 correspond précisément à la première année où les entreprises cotées doivent respecter, sans exceptions, les règles énoncées dans le cadre de la loi 198 et la loi Sarbanes-Oxley. Le Tableau 2 présente certaines données descriptives sur l'indice ROB pour notre échantillon.

Tableau 2. Les indices de gouvernance ROB pour l'année 2005

Indice et sous-indices de gouvernance	Moyenne (médiane)	Maximum alloué	Score en % du maximum alloué
Indice total	67,72 (67,00)	100	67,72
Composition du CA	29,28 (31,00)	37	79,13
Rémunération	15,43 (16,00)	25	61,72
Droits des actionnaires	17,49 (18,00)	28	62,46
Divulgation	5,53 (5,00)	10	55,30

Ce tableau présente la moyenne et la médiane de l'indice de gouvernance ROB et de ses quatre sous-indices pour un groupe de 133 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto. Pour chaque indice, le tableau rapporte également le score moyen en pourcentage du maximum des points alloués.

Le score moyen de l'indice global ROB pour les entreprises sélectionnées est de 67,72. Si l'on ramène la moyenne de chaque sous-indice de gouvernance en pourcentage du maximum de points alloués, il appert que les entreprises ont en général mieux fait au chapitre des pratiques de gouvernance touchant la composition du CA. Ces résultats surprennent peu étant donné l'attention particulière qui a été dévolue au cours des dernières années par les médias, les législateurs et les groupes d'intérêts sur la question du rôle du CA en tant que mécanisme de contrôle des organisations.

Suite à un examen des différentes provisions contenues à la fois dans l'indice ROB, la loi Sarbanes-Oxley et celles qui font suite à l'adoption de

la loi 198, nous sommes à même de cibler six règles de gouvernance communes à chacun. Ces règles sont les suivantes :

- 1-Le CA doit être constitué majoritairement de membres indépendants.
- 2-Le comité d'audit doit être constitué d'au moins trois membres lesquels doivent être indépendants.
- 3-Le comité de rémunération doit être constitué seulement de membres indépendants.
- 4-Le comité de nomination doit être constitué seulement de membres indépendants.
- 5-Le président du CA doit être indépendant.
- 6-Les administrateurs indépendants doivent se réunir sans la présence des membres de la direction.

Le Tableau 3 décrit la procédure utilisée pour mesurer, à partir de l'indice ROB et pour chacune des entreprises de notre échantillon, le niveau d'application des règles de gouvernancementionnées ci-dessus.

En plus de l'indice global ROB et de ses quatre sous-indices, nous avons créé un indice additionnel, l'*Indice de réglementation*, à partir des six dispositions réglementées qui se retrouvent dans l'indice ROB. Chaque disposition prend la valeur 1 si l'entreprise satisfait à la loi ou 0 autrement. L'indice en question varie donc de 0 à 6. Soulignons à ce propos que les six dispositions de l'*Indice de réglementation* sont toutes incluses dans le sous-indice *Composition du CA* de l'indice ROB. L'*Indice de réglementation* représente plus des deux tiers du total des points alloués à ce sous-indice. Aussi considérons-nous, dans le cadre de notre étude, l'indice *Composition du CA* comme un indice qui reflète les pratiques de gouvernance réglementées au même titre que l'*Indice de réglementation*. Les autres sous-indices du ROB, *Rémunération*, *Droits des actionnaires* et *Divulgation*, sont donc classés comme indices reflétant les pratiques de gouvernance non réglementées.

Tableau 3. Procédure pour mesurer le niveau d'adoption des nouvelles règles de gouvernance par les entreprises

	Dispositions	Réglementation	Indice ROB	Mesure retenue
1	Indépendance des membres du CA	Recommande que plus de 50% des membres du CA soient indépendants. Cette information doit aussi être divulguée par l'entreprise.	Alloue huit points pour un CA dont les deux tiers des membres sont indépendants et, quatre points si plus de 50% des membres sont indépendants	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score d'au moins quatre points pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.
2	Indépendance du comité d'audit	Requiert que le comité d'audit soit composé d'au moins trois membres, chacun d'eux devant être indépendant.	Alloue quatre points si le comité d'audit est entièrement indépendant.	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score de quatre points pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.
3	Indépendance du comité de rémunération	Recommande que les membres du comité de rémunération soient indépendants.	Alloue quatre points si le comité est entièrement indépendant.	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score de quatre points pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.
4	Indépendance du comité de nomination	Recommande que les membres du comité de nomination soient indépendants.	Alloue trois points si le comité est entièrement indépendant.	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score de trois points pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.
5	Indépendance du président du CA	Recommande que le président du CA soit indépendant.	Alloue cinq points s'il y a séparation du rôle de président du CA et de chef de la direction.	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score de cinq points pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.
6	Réunions des membres indépendants du CA	Recommande que les membres indépendants du CA se réunissent sans les membres de la direction.	Alloue trois points si les membres indépendants du CA se réunissent sans les membres de la direction à chaque réunion prévue du CA et, un point, si de telles réunions se tiennent de manière sporadique.	Une valeur de 1 est assignée aux entreprises qui ont reçu un score d'au moins un point pour cette disposition dans l'indice ROB ou 0 autrement.

Le Tableau 4 présente la fréquence des entreprises ayant rencontré les six nouvelles normes de gouvernance énoncées dans la loi.

Tableau 4. Fréquence des entreprises ayant respecté les nouvelles réglementations

Nombre de normes	Nombre d'entreprises	Pourcentage de l'échantillon
0	1	0,75
1	0	0,00
2	6	4,51
3	15	11,28
4	17	12,78
5	46	34,59
6	48	36,09
Total	133	100

Pour un groupe de 133 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto, ce tableau présente la fréquence des entreprises ayant respecté les six normes de gouvernance réglementées retenues pour l'étude.

Il appert qu'environ le tiers (36,09%) des entreprises sélectionnées pour l'étude a respecté les six normes de gouvernance qui découlent de la loi 198. Un autre tiers (34,59%) des entreprises ont rencontré cinq des six normes retenues. Environ 84 % des entreprises de notre échantillon ont adopté quatre normes et plus parmi les six normes recommandées.

Dans l'ensemble, ces résultats dénotent une certaine conformité des entreprises canadiennes aux nouvelles règles de gouvernance, un an après la date limite prévue pour leur adoption. Ces résultats vont dans le sens des études internationales lesquelles révèlent aussi une tendance forte des entreprises à se conformer aux règles de bonne gouvernance énoncées dans le cadre des réformes récentes (voir, entre autres références, Akkermans et al., pour la Hollande; Chhaochharia et Grinstein pour les États-Unis; Silveira et al., pour le Brésil; Price et al. pour le Mexique; Wahab et al., pour la Malaisie; Anand et al. pour le Canada; Werder et al. pour l'Allemagne; Berglof et Pajuste pour l'Europe centrale; Padgett et Shabbir pour l'Angleterre; Fernandez-Rodriguez et al. pour l'Espagne; Alves et Mendes pour le Portugal).

Résultats

Analyses univariées

Pour comparer les pratiques de gouvernance des entreprises canadiennes assujetties à un régime volontaire (entreprises cotées au Canada seulement) par rapport à celles qui doivent se soumettre à un régime obligatoire

(entreprises cotées simultanément au Canada et aux États-Unis), nous scindons l'échantillon en deux sous-groupes selon que l'entreprise est cotée ou pas sur une bourse américaine. Nous comparons par la suite les indices ROB et l'indice de réglementation de chaque sous-groupe. Les résultats sont présentés au Tableau 5.

Tableau 5. Cotation aux États-Unis et pratiques de gouvernance

Indice et sous-indices de gouvernance	Entreprises non cotées aux É.-U.	Entreprises cotées aux É.-U.	T-test
	Moyenne (Médiane)	Moyenne (Médiane)	Statistique t
Indice total	63,94 (64,00)	72,05 (73,00)	3,602***
Pratiques réglementées			
Indice de réglementation	4,58 (5,00)	5,13 (5,00)	2,633***
Composition du CA	27,54 (28,00)	31,27 (33,00)	3,886***
Pratiques non réglementées			
Rémunération	14,76 (15,00)	16,19 (17,00)	1,816*
Droits des actionnaires	16,61 (17,00)	18,50 (20,00)	1,725*
Divuligation	5,04 (5,00)	6,08 (5,00)	3,059***
N	71	62	

Ce tableau présente la moyenne et la médiane de l'indice de réglementation, l'indice de gouvernance ROB et de ses quatre sous-indices pour un groupe de 133 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto. Ces entreprises furent préalablement réparties en deux groupes selon que l'entreprise est cotée ou non aux États-Unis. Un t-test est effectué pour comparer la moyenne des indices de chaque groupe. *, **, *** : degré de significativité à un seuil de 10%, 5% et 1%, respectivement.

Il appert que les entreprises canadiennes dont les actions sont cotées sur une bourse américaine réalisent, en moyenne, des scores de gouvernance significativement supérieurs par rapport à ceux des entreprises qui ne sont pas cotées aux États-Unis. Non seulement les entreprises en question font mieux en matière de respect de la réglementation, ce qui est dans une certaine mesure prévisible, elles se démarquent aussi largement dans les champs de la gouvernance qui ne sont pas réglementés incluant les droits des actionnaires, la rémunération et la divulgation d'information.

Bien que ces analyses mettent en lumière les avantages d'un régime obligatoire, elles ne prennent toutefois pas en compte certains facteurs

déterminants comme la taille de l'entreprise et sa structure de propriété qui, nous l'avons vu, sont souvent invoqués pour justifier le maintien d'un régime de gouvernance volontaire en dehors des États-Unis. Par ailleurs, des analyses descriptives de notre échantillon révèlent que les entreprises canadiennes qui sont cotées aux États-Unis ont tendance à être de plus grande taille que les entreprises non cotées aux États-Unis. Leur propriété tend aussi à être plus dispersée.

Analyses multivariées

Nous proposons le modèle de régression (modèle OLS) suivant en vue de tester l'impact du type de régime, volontaire ou obligatoire, sur les pratiques de gouvernance des entreprises canadiennes tout en contrôlant pour certains facteurs jugés déterminants.

$$\text{Gouvernance} = \beta_0 + \beta_1 \text{Cotation US} + \beta_2 \text{Taille} + \beta_3 \text{Concentration} + \text{Industrie} + \varepsilon$$

Les pratiques de gouvernance sont mesurées à partir de l'indice ROB et de ses quatre sous-indices. Nous incluons également l'*Indice de réglementation*. La variable *Cotation US* est une variable muette qui prend la valeur 1 si l'entreprise canadienne, en plus d'être cotée sur la bourse de Toronto, est cotée sur une bourse américaine. La variable prend la valeur 0 autrement. La taille de l'entreprise est mesurée à partir du logarithme du total des actifs de l'entreprise¹. La variable *Concentration* est une variable muette qui prend la valeur 1 si l'entreprise est contrôlée par un actionnaire qui détient 50% et plus des actions en circulation donnant droit de vote, et 0 autrement. Parmi les entreprises de notre échantillon, 35 (27%) sont contrôlées. Des variables muettes pour chaque industrie sont également ajoutées au modèle. Les résultats sont présentés au Tableau 6.

Bien qu'une relation positive soit maintenue entre la variable *Cotation US* et les 6 indices de gouvernance, le coefficient de cette variable n'est significatif (niveau de significativité de 5%) seulement pour l'indice total ROB et les sous indices *Composition du CA* et *Divulgation*. L'impact positif d'un régime obligatoire sur les pratiques de gouvernance des entreprises canadiennes n'est donc pas sans équivoque.

Tableau 6. Résultats des analyses de régression OLS

Variables Indépendantes	Indice ROB total	Pratiques réglementées		Pratiques non réglementées		
		Indice de réglementation	Composition du CA	Rémunération	Droits des actionnaires	Divulgateion
Constante	58,853	5,221	29,681	10,520	14,418	4,235
	(12,059)***	(11,039)***	(13,488)***	(6,394)***	(6,168)***	(5,084)***
Cotation É.-U.	6,064	0,279	2,657	0,988	1,523	0,896
Taille	8,342	0,187	0,607	3,184	3,747	0,804
	(3,739)***	(0,864)	(0,604)	(4,233)***	(3,506)***	(2,110)**
Concentration	-0,141	-0,021	-0,107	-0,016	-0,013	-0,005
	(-2,744)***	(-4,316)***	(-4,615)***	(-0,924)	(-0,525)	(-0,589)
Industries	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses	Incluses
N	133	133	133	133	133	133
R2	0,340	0,256	0,276	0,343	0,319	0,136
R2 ajusté	0,285	0,194	0,216	0,289	0,262	0,064
F	6,225***	4,157***	4,601***	6,326***	5,659***	1,897*
Durbin-Watson	1,779	1,723	2,050	1,734	1,907	1,779

Ce tableau rapporte les résultats des analyses de régression ayant, pour variable dépendante, les indices de gouvernance tirés de l'indice ROB et, pour variables indépendantes, la variable *Cotation US* (variable muette prenant la valeur 1 si l'entreprise est cotée aux États-Unis et 0 autrement), *Taille* (log des actifs), *Concentration* (variable muette prenant la valeur 1 si l'entreprise est contrôlée et 0 autrement) et *Industries* (variables muettes pour chacun des 8 secteurs d'activité représentés par l'échantillon). La valeur t est présentée entre parenthèses sous la valeur du coefficient. *, **, *** : degré de significativité à un seuil de 10%, 5%, et 1%, respectivement.

Il existe une relation positive et significative entre la taille de l'entreprise et l'indice total ROB ainsi que les sous-indices *Rémunération*, *Droits des actionnaires* et *Divulgateion*. Ces résultats supportent l'argument voulant que, comparativement à des entreprises de grande taille, les entreprises à faible capitalisation boursière, du fait de leurs ressources plus limitées, ont un défi plus grand à surmonter en vue de se conformer aux règles de bonne gouvernance.

Aucune relation significative n'est toutefois constatée entre la taille et les indices *Réglementation* et *Composition du CA*, soit les indices qui répertorient les pratiques de gouvernance dans les champs réglementés. Il

semblerait que la taille de l'entreprise ne soit pas un facteur déterminant de l'adoption des normes de gouvernance réglementées alors qu'elle le devient lorsqu'il s'agit des pratiques non réglementées. Peut-être que les coûts de non-conformité aux règles prescrites sont plus grands que les coûts devant être engagés pour les appliquer, ce qui fait que les entreprises, grandes ou petites, auront généralement tendance à se conformer à la loi.

Le coefficient de la variable *Concentration* est négatif dans chacun des six modèles. Le coefficient est significatif à un seuil de 1% lorsque les pratiques de gouvernance sont mesurées à partir de l'indice ROB et des sous-indices *Réglementation* et *Composition du CA*. Ces résultats supportent l'hypothèse d'une substitution entre la concentration de la propriété et les pratiques de gouvernance des entreprises et vont dans le sens des résultats des études antérieures (Prevost et al.; Rediker et Seth; Bhatla et Rao). La présence d'un actionnaire dominant remettrait donc en question la nécessité de mettre en place certains mécanismes internes de surveillance et de contrôle des dirigeants.

Conclusion

L'article vise à étudier l'intérêt d'instaurer, à l'instar des États-Unis, des normes obligatoires de gouvernance. L'étude est menée au Canada où les règles de gouvernance sont librement consenties. En revanche, une grande proportion des entreprises canadiennes inscrites en bourse sont aussi cotées sur une bourse américaine et doivent, par conséquent, se soumettre aux règles obligatoires énoncées par la SEC. Le cœur de la démarche vise donc à comparer les normes de gouvernance pour des entreprises simultanément cotées aux États-Unis et au Canada d'une part, et uniquement au Canada d'autre part. Les pratiques de gouvernance sont mesurées à partir de l'indice ROB développé par le *Globe and Mail*. L'étude est menée à partir des données de 2005, soit l'année où les entreprises doivent se conformer sans exceptions aux nouvelles lois canadiennes et américaines.

Dans l'ensemble, les résultats des analyses multivariées démontrent que la dépendance de l'entreprise à un régime de gouvernance basé sur des règles strictes a un effet mitigé sur ses pratiques de gouvernance. L'impact positif d'une réglementation plus contraignante est notable seulement au niveau des règles touchant la composition du CA et la divulgation d'information. Les entreprises assujetties à un régime obligatoire ne semblent donc pas se démarquer outre mesure des autres entreprises dans les autres champs de gouvernance comme ceux relatifs aux droits des actionnaires et la rémunération. Par contre, la taille de l'entreprise influence positivement l'adoption des règles de bonne gouvernance, surtout dans les champs non réglementés, alors que la présence d'un actionnaire dominant a un effet inverse.

Dans l'ensemble, les résultats supportent la position de ceux qui préconisent le maintien d'un régime de gouvernance volontaire au Canada. Ces résultats contrastent donc avec la position récente du Canada à ce propos. En effet, en vertu de la loi 198, le Canada exige (au lieu de simplement recommander comme par le passé) que le comité d'audit soit composé d'au moins trois membres, lesquels doivent être indépendants. Chaque membre doit aussi posséder des compétences financières. Ce changement de position de la part du Canada résulte probablement d'une pression grandissante provenant des autorités américaines déterminées à voir l'application, sans conditions, de la loi Sarbanes-Oxley à toutes les entreprises étrangères qui transigent sur leurs marchés. Il pourrait aussi s'agir d'un changement de vision de la part des législateurs canadiens convaincus que le regain de confiance des investisseurs sur les marchés financiers doit passer par une réglementation plus ferme.

Par ailleurs, notons que l'étude de Bozec et Bozec suggère que les entreprises canadiennes dont la propriété est concentrée ont tendance à utiliser des actions à droits de votes multiples et à maintenir des structures de type pyramidale, des pratiques propices à créer un écart vote-capital. Or, il est reconnu qu'une séparation accrue vote-capital augmente les risques d'expropriation des actionnaires minoritaires. Dans un tel contexte, il est possible que l'actionnaire dominant soit motivé à maintenir une structure opaque et moins transparente en vue de faciliter l'expropriation des rentes. Ceci pourrait expliquer le fait que les entreprises contrôlées réalisent des scores de gouvernance moins élevés par rapport aux entreprises à capital dispersé. Le risque d'expropriation et non l'effet de substitution serait alors en cause.

Annexe 1

Critères et pondération de l'indice de gouvernance ROB pour l'année 2005

1- Composition du CA (37 points)

- Indépendance des membres du CA, du comité d'audit, du comité de rémunération et du comité de nomination (19 points)
- Séparation du rôle de président du CA et de président directeur général (PDG) (5 points)
- Relation entre les administrateurs (3 points)
- Engagements et autres occupations du PDG (2 points)
- Nombre de femmes au CA (2 points)
- Évaluation de la performance du CA (3 points)
- Réunions du CA sans les membres de la direction (3 points)

2- Rémunération (25 points)

- Actions détenues par les administrateurs et le PDG (13 points)
- Prêts accordés aux dirigeants (2 points)
- Divulgarion des politiques relatives à la rémunération du PDG et des hauts dirigeants (10 points)

3- Droits des actionnaires (28 points)

- Processus de nomination des administrateurs (6 points)
- Degré de dilution des actions lorsque des options d'achat d'actions sont octroyées aux employés (6 points)
- Autres plans d'options (6 points)
- Présence d'actions sans droit de vote (10 points)

4- Divulgarion (10 points)

- Indépendance des administrateurs (1 point)
- Biographie des administrateurs (1 point)
- Honoraires payés à un consultant en rémunération, s'il y a lieu (1 point)
- Compte rendu de la présence des administrateurs aux réunions (2 points)
- Rémunération payée aux administrateurs au cours de l'année précédente (3 points)
- Age des administrateurs et politiques relatives à leur retraite (2 points)

Note

1. Au lieu du log des actifs, nous avons aussi considéré le log des ventes. Les résultats obtenus ne diffèrent toutefois pas de ceux qui sont rapportés dans l'étude.

Bibliographie

- Aggarwal, R. et R. Williamson. 2006. "Did New Regulations Target the Relevant Corporate Governance Attributes?" Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à : www.ssrn.com.
- Akkermans, D., H. Ees, N. Hermes, R. Hooghiemstra, G. V. Laan, T. Postma et A. Witteloostuijn. 2007. "Corporate Governance in the Netherlands: An Overview of the Application of the Tabaksblat Code in 2004." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15(6), p. 1106-1118.
- Alves, C. et V. Mendes. 2004. "Corporate Governance Policy and Company Performance : The Portuguese Case." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12, p. 290-301.
- Anand, A., F. Milne et L. Purda. 2006. "Voluntary Adoption of Corporate Governance Mechanisms." Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à : www.ssrn.com.
- Association Française des Entreprises Privées and Mouvement des Entreprises de France. 1999. *Recommendations of the Committee on Corporate Governance*. Rapport Viénot.
- Berglof, E. et A. Pajuste. 2005. "What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe." *Oxford Review of Economics*, Vol. 21, p. 178-197.
- Bhatala, C. et R. P. Rao. 1995. "The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective." *Managerial and Decision Economics*, 16, pp. 59-69.
- Blue Ribbon Committee. 1999. *Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees*. New York Stock Exchange and National Association Securities Dealers.
- Bozec, Y. et R. Bozec. 2007. "Ownership Concentration and Corporate Governance Practices: Substitution or Expropriation Effects?" *Canadian Journal of Administrative Sciences*, à venir.
- Chhaochharia, V. et Y. Grinstein. 2007. "The Changing Structure of US Corporate Boards: 1997-2003." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15(4), p. 1215-1223.
- Committee on Corporate Governance. 1998. *Final Report*. Hampel Report.
- Fernandez-Rodriguez, E, S. Gomez-Anson et A. Cuervo-Garcia. 2004. "The Stock Market Reaction to the Introduction of Best Practices Codes by Spanish Firms." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 (1), p. 29-.
- Foerster, S. R. et B. C. Huen. 2004. "Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?" *Canadian Investment Review*, 17 (3), pp. 19-23.
- Gilson, R.J. 2000. 'Globalizing Corporate Governance : Convergence of Form or Function.' Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à : www.ssrn.com.
- Gupta, P. P., D. B. Kennedy et S. W. Weaver. 2006. "Corporate Governance Scores, Tobin's Q and Equity prices: Evidence from Canadian Capital Markets." Document de travail, University of Waterloo, 34 pages
- Institute of Chartered Accountants of England and Wales. 1999. *Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code*. Turnbull Report.
- Joint Committee on Corporate Governance. 2001. *Beyond Compliance: Building a Governance Culture*, Saucier Report, Toronto
- Klein, P., D. Shapiro et J. Young. 2005. "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian Evidence." *Corporate Governance: An International Review*, 13 (6), pp. 769-784.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer. 1999. "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471-518.
- Linck, J., J. Netter et T. Yang. 2005. "Effects of Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act, and its Era, on the Supply and Demand for Directors." Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à: www.ssrn.com.
- Padgett C. et A. Shabbir. 2005. "The UK Code of Corporate Governance: Link Between Compliance and Firm Performance." Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à: www.ssrn.com.
- Prevost, A. K., R. P. Rao et M. Hossain. 2002. "Board Composition in New Zealand: An Agency Perspective." *Journal of Business Finance & Accounting*, 29, pp. 731-760.
- Price, R., F. Roman et B. Rountree. 2007. "Governance Reform and Transparency: The case of Mexico." Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à: www.ssrn.com.
- Rediker, K et A. Seth. 1995. "Boards of Directors and Substitution Effects of Alternative Governance Mechanisms." *Strategic Management Journal*, 16, pp. 85-99.
- Shleifer A. and R. W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*. 52, (2), pp. 737-781.
- Silveira, A.D., R.P. Leal, A.L. Carvalhal-da-Silva et L.A. Barros. 2007. "Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil" Document de travail; disponible à partir de *Social Science Research Network*, Electronic Library à : www.ssrn.com.
- Wahab, E.A., J. How et P. Verhoeven. 2007. "The Impact of the Malaysian Code on Corporate Governance: Compliance, Institutional Investors and Stock Performance." *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 3 (2).
- Werder, A.V., T. Talaulicar et L. Kolat. 2005. "Compliance with the German Corporate Governance Code: An Empirical Analysis of the Compliance Statements by German Listed Companies." *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 (2), p. 178-187.