

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

IMPACT DE LA PRÉSENCE DES ADMINISTRATEURS INDÉPENDANTS SUR
LA PERFORMANCE FINANCIÈRE DES SOCIÉTÉS AU CANADA

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAÎTRISE EN COMPTABILITÉ, CONTRÔLE, AUDIT

PAR

JEAN MICHEL FELIX

OCTOBRE 2017

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.07-2011). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

REMERCIEMENTS

Mes remerciements les plus sincères vont :

- A Dieu qui m'a permis d'être en santé et d'avoir de l'intelligence pendant toute la période de cette étude.

- A Monsieur Michel Sayumwe, mon directeur de recherche, professeur au département des Sciences comptables de l'École des sciences de la Gestion (ESG) à l'Université du Québec à Montréal pour ses supports, ses conseils hautement techniques, sa disponibilité, son savoir-faire, ses remarques, son apport tout au long du processus de rédaction de ce mémoire. En tant qu'encadreur, il a su montrer d'une grande responsabilité envers moi à travers ses multiples interventions dans l'élaboration de ce travail.

- Au corps professoral du département des sciences comptables notamment celui du programme de maîtrise en Comptabilité, Contrôle, Audit de l'Université du Québec à Montréal pour leur contribution durant mon cheminement d'études.

- A mon épouse Makarline FELIX-JOSEPH, et mes enfants John Michael, Makayla Joannia et Johnson Markelly FELIX pour leur soutien familial et spirituel. Toute ma gratitude envers vous.

- Au Docteur Max François Millien qui m'a beaucoup aidé dans ses conseils, ses apports combien importants durant la rédaction de ce travail. Toute ma gratitude envers vous.

- A mon ami Thomas Wisner pour son soutien et ses conseils.

- Aux responsables du Ministère de l'Agriculture, des Ressources Naturelles et du Développement Rural en Haïti pour leur soutien ;

- Aux membres du conseil d'administration de l'Université de Port-au-Prince en Haïti pour leur appui tout au long de cette étude ;

- A mes frères et sœurs, camarades et amis tant à l'Université du Québec à Montréal qu'en Haïti pour leur soutien. Toute ma gratitude envers vous !

TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES FIGURES	vii
LISTE DES TABLEAUX	viii
RÉSUMÉ	ix
CHAPITRE I	
INTRODUCTION	1
CHAPITRE II	
CADRE THÉORIQUE	7
2.1 Conseil d'administration	7
2.2 Indépendance des administrateurs	11
2.3 Fondements Théoriques	13
2.3.1 Théorie de l'agence	13
2.3.2 Théorie de l'agence et multiples mandats	16
2.4 Théorie de la dépendance des ressources.....	17
CHAPITRE III	
REVUE DE LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES	22
3.1 Indépendance et Performance des entreprises	22
3.1.1 Thèse de l'effet positif de l'indépendance du conseil d'administration.....	24
3.1.2 Thèse de l'effet négatif de l'indépendance du conseil d'administration.....	29
3.2 Multiples mandats et performance des entreprises	35
3.2.1 Effet positif du cumul de mandats des administrateurs sur la performance....	36
3.2.2 Effet négatif du cumul de mandats des administrateurs sur la performance... 41	
CHAPITRE IV	
CADRE MÉTHODOLOGIQUE	48
4.1 Présentation de l'échantillon	49

4.2	Sources de données	50
4.3	Modèle empirique	50
4.4	Définition et mesures des variables	52
4.4.1	Variable dépendante : Performance financière (PERFORM)	53
4.4.2	Variables indépendantes	54
4.4.3	Variables de contrôle	57
CHAPITRE V		
	RÉSULTATS ET ANALYSES	61
5.1	Présentation des statistiques descriptives.....	61
5.1.1	Présentation de l'échantillon	62
5.1.2	Ventilation des entreprises par secteur d'activité	62
5.1.3	Fréquence de l'indépendance des administrateurs dans le conseil	63
5.1.4	Fréquence des administrateurs occupés/ conseils occupés	64
5.1.5	Fréquence de la diversité en genre du conseil d'administration.....	64
5.1.6	Répartition de la taille de l'échantillon.....	65
5.1.7	Présentation des statistiques descriptives des modèles	66
5.2	Conditions préalables pour faire la régression.....	68
5.2.1	Vérification des conditions pour le modèle I	69
5.2.2	Vérification des conditions pour le modèle II.....	72
5.2.3	Vérification des conditions pour le modèle III	74
5-3	Analyse et interprétation des résultats	76
5.3.1	Résultats de la régression du modèle I : Variable dépendante RPA	78
5.3.2	Résultats de la régression du Modèle II: Variable dépendante ROA.....	82
5.3.3	Résultats de la régression du Modèle III : Variable dépendante ROE.....	87

5.4	Synthèse des résultats obtenus.....	91
5.4.1	Synthèse des résultats du modèle I.....	91
5.4.2	Synthèse des résultats du modèle II.....	92
5.4.3	Synthèse des résultats du modèle III.....	93
5.5	Synthèse des résultats des trois modèles.....	94
CHAPITRE VI		
CONCLUSION GÉNÉRALE.....		97
6.1	Contributions de la recherche.....	97
6.2	Limites et perspectives de recherche.....	104
ANNEXES.....		106
BIBLIOGRAPHIE.....		112

LISTE DES FIGURES

Figure		Page
5.1	Tracé de l'histogramme du modèle I	106
5.2	Tracé P-P normal de régression des résidus du modèle I	107
5.3	Nuages de points du modèle I	107
5.4	Tracé de l'histogramme du modèle II	108
5.5	Tracé P-P normal de régression des résidus du modèle II	109
5.6	Nuages de points du modèle II	109
5.7	Tracé de l'histogramme du modèle III	110
5.8	Tracé P-P normal de régression des résidus du modèle III	110
5.9	Nuages de points du modèle III	111

LISTE DES TABLEAUX

Tableau		Page
5.1	Sélection de l'échantillon	62
5.2	Ventilation des entreprises par secteur d'activités	63
5.3	Fréquence d l'indépendance des administrateurs dans le conseil	63
5.4	Fréquence des administrateurs indépendants occupés/ Conseil occupés	64
5.5	Fréquence de la diversité en genre du conseil d'administration	65
5.6	Répartition de la taille de l'échantillon	65
5.7	Statistiques descriptives des paramètres des trois modèles	68
5.8	Corrélations de Pearson / Variable dépendante : RPA	70
5.9	Corrélations de Pearson / Variable dépendante : ROA	73
5.10	Corrélations de Pearson / Variable dépendante : ROE	75
5.11	Estimation de la régression linéaire de l'équation I	81
5.12	Estimation de la régression linéaire de l'équation II	86
5.13	Estimation de la régression linéaire de l'équation III	90
5.14	Synthèse des résultats du modèle I : RPA variable dépendante	92
5.15	Synthèse des résultats du modèle II : ROA variable dépendante	93
5.16	Synthèse des résultats du modèle III : ROE variable dépendante	94
5.17	Synthèse des résultats des trois modèles	96

RÉSUMÉ

Le but de notre étude est d'étudier l'impact de la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil d'administration sur la performance financière. Nous avons travaillé sur un échantillon de 99 sociétés canadiennes qui sont cotées sur la bourse de Toronto et font partie de l'indice composite TSX. Les variables que nous avons prises en compte sont, d'une part, le résultat par action (RPA), le rendement sur les actifs (ROA) et le rendement sur les capitaux propres (ROE) comme indicateurs de performance, et, d'autre part, des variables explicatives associées à des variables de contrôle telles que l'indépendance du conseil, les multiples mandats des administrateurs, les cours boursiers, la taille du conseil, l'endettement et la diversité en genre du conseil. Nous avons estimé notre modèle par les moindres carrés ordinaires. Nous nous sommes arrivés à conclure que, lorsque la performance est mesurée par le ROA, l'indépendance des administrateurs contribue à l'amélioration de la performance financière. Cependant lorsqu'elle est mesurée par le RPA ou le ROE, nous constatons une influence négative. Pour ce qui concerne les administrateurs qui ont plusieurs mandats, les résultats diffèrent aussi dépendamment de la variable de mesure. Lorsque la performance est mesurée par le RPA et le ROA, les résultats montrent une influence négative, mais non significative. Par contre, on constate une influence positive et significative au seuil de 10% entre ces variables quand elle est mesurée par le ROE. A la lumière de ces résultats, le choix d'une variable de performance reste un élément fondamental pour expliquer les différences constatées dans cette étude par rapport aux résultats des travaux antérieurs.

Mots-clés : Conseil d'administration, Indépendance, Multi mandats, Performance financière.

CHAPITRE I

INTRODUCTION

Pour mieux cerner la problématique de la gouvernance d'entreprise et proposer les voies d'amélioration de celle-ci, des travaux sont réalisés dans maints pays européens, nord-américains, asiatiques et latino-américains. C'est ainsi que la présence d'administrateurs indépendants a été retenue comme l'une des pistes de solutions viables pour accroître la performance des sociétés.

Au Royaume-Uni, le rapport Cadbury (1992) prévoyait déjà que les administrateurs devaient être indépendants de la direction. En effet, mis à part leurs émoluments et leur actionnariat, il ne devrait y avoir aucune relation qui pourrait leur porter préjudice dans l'exercice de leurs fonctions, notamment impacter sur l'indépendance de leur jugement.

En France, les rapports Vienot (1995) et Vienot (1999) abondaient dans le même sens en mettant l'accent sur la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration. Le premier indiquait une présence de deux administrateurs indépendants et le second portait le nombre au tiers du conseil. Celui de Bouton (2002), paru également en France, mentionnait que leur nombre devait être la moitié des membres du conseil dans les sociétés cotées en bourse.

Au Canada, le rapport Dey (1994) sur la réglementation canadienne en matière de gouvernance recommandait que le conseil d'administration se penche sur sa

composition et son mode de fonctionnement. Il faut souligner que le nombre des membres ainsi que leur indépendance pourraient avoir un impact important sur l'efficacité du conseil. Ce rapport précisait que les membres de ce conseil devaient être majoritairement indépendants. Le rapport Saucier (2001) abondait également dans le même sens en préconisant une démarcation entre les responsabilités du conseil et celles de la direction.

Il n'est donc pas étonnant de constater qu'après les scandales financiers qui ont affecté la scène internationale durant les années 2000 comme ceux d'Enron, Worldcom, Global Crossing, Adelphia etc, l'indépendance des membres du conseil d'administration a été au cœur de l'ensemble des dispositions prises afin de protéger les intérêts des investisseurs aux États-Unis. La loi Sarbanes-Oxley¹ (2002) en est un exemple. Elle indiquait que les comités d'audit gagneraient à être totalement constitués par des membres indépendants.

Le conseil d'administration est considéré comme étant l'un des mécanismes internes de la gouvernance. Sa présence est indispensable en vue d'assurer une gestion saine et efficace de l'entreprise et augmenter la confiance des investisseurs. Il représente d'après Charreaux (1997), le premier organe de contrôle qui jouit d'une légitimité en protégeant et en défendant les intérêts des actionnaires car il est élu par l'assemblée générale des actionnaires. Il joue un rôle stratégique en élaborant des plans et programmes et en s'assurant de leur mise en œuvre.

Au niveau de la gestion tant publique ou privée, on parle souvent de la bonne gouvernance. Certains pays conditionnent généralement leur aide bilatérale pour

¹ Ce texte est disponible et a été consulté sur le site :
<http://news.findlaw.com/hdocs/docs/gwbush/sarbanesoxley072302.pdf>

inciter les pays receveurs à améliorer leur gouvernance. Les entreprises ont la responsabilité de se conformer à toutes les mesures prises par les institutions de réglementation afin de protéger les intérêts des investisseurs.

En effet, nombreux sont des chercheurs qui tentent de définir la notion de gouvernance. Pour Charreaux (1997), elle représente un ensemble de mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de limiter les pouvoirs, d'influencer les décisions des dirigeants. Par contre, selon l'approche actionnariale, elle se définit comme étant un moyen où les actionnaires ont la certitude d'avoir un rendement sur leurs investissements (Shleifer et Vishny, 1997). D'autres, comme Gillan et Starks (1998), dans leur article "A Survey of Shareholder Activism : Motivation and Empirical Evidence" pensent qu'il s'agit d'un système de lois, de règlements et de facteurs qui contrôlent les opérations d'une entreprise.

Dans le système de gouvernance des sociétés au Canada, le conseil d'administration demeure un élément incontournable dans l'atteinte des objectifs de l'entreprise. Il a une grande responsabilité quant à l'atteinte de ces objectifs sur le plan managérial. Durant ces dernières années, une synergie s'est développée dans les grandes économies après la faillite de certaines entreprises. De nouvelles règles ont été mises en application avec en particulier l'introduction des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration.

Mac Aulay *et al* (2009) examinent l'impact de l'introduction des nouvelles lignes directrices en matière de gouvernance en 2005 soient NP 58-201 et NI 58-101 et constatent qu'elle a amélioré les pratiques de gestion d'entreprises au Canada.

Aux États-Unis, la Loi Sarbanes-Oxley (2002) donne des directives pour une meilleure gouvernance afin de protéger les intérêts des entreprises. Gordon (2007) montre, à partir d'une étude réalisée sur une longue période de 1950 à 2005 sur la composition des conseils de l'ensemble des sociétés cotées aux États-Unis, qu'un grand nombre d'administrateurs internes ont été remplacés au profit des indépendants.

La présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration prenant en compte la séparation des postes de président du conseil et du directeur général peut entraîner une baisse des risques de fraude et de faillite (Dechow *et al.* 1996). Ils apportent une grande contribution au conseil en utilisant leur expérience acquise dans d'autres entreprises, leur expertise et leurs relations professionnelles. Selon d'autres chercheurs, (Fahlenbrach *et al.* 2010; Kiel & Nicholson, 2006), l'augmentation de la valeur des entreprises dépend en grande partie des compétences et du temps consacré par des administrateurs dans la préparation des réunions du conseil. Cependant, l'acquisition des compétences provient non seulement de la formation des administrateurs mais aussi de l'expérience résultant de la tenue d'autres mandats dans d'autres conseils ou de leur rattachement dans des réseaux.

Certaines études soulignent que la présence des administrateurs indépendants qui ont plusieurs mandats dans les conseils d'administration contribue à l'amélioration de la performance des entreprises, plus précisément lorsqu'elles sont dans le même secteur (Perry et Peyer, 2005). Harris et Shimizu (2004) abondent dans le même sens. Ils concluent que les administrateurs externes ayant plusieurs mandats pourront augmenter leurs connaissances et leurs compétences dans des domaines spécifiques tels que les acquisitions. Par contre, cette performance devient très faible quand ils détiennent plus de trois (3) mandats (Fich et Shivdasani, 2006).

Suite à ces conclusions contradictoires, de nombreuses études parlent d'une part, d'un effet de réputation (reputation effect), selon lequel les administrateurs qui détiennent plusieurs mandats représentent une valeur ajoutée pour l'entreprise compte tenu de leur apport avec leurs idées enrichissantes, leurs relations, leur visibilité. Ce qui les porte à s'acquitter de leurs responsabilités en tant qu'administrateurs afin d'augmenter la valeur de l'entreprise (Masulis et Mobss, 2011). D'autre part, il faut mentionner un effet de consécration (dedication effect) qui résulte d'une surcharge d'activités avec de multiples mandats. Il est vrai que les administrateurs pourraient donner leur contribution dans la préparation des réunions du conseil, mais leur indisponibilité, à cause du manque de temps, ne leur permet pas d'apporter suffisamment leur appui à ces activités. Donc, ils deviennent des administrateurs occupés qui ne peuvent pas exercer leurs fonctions convenablement (Lipton et Lorsch, 1992). Un administrateur est occupé selon (Fich et Shivdasani, 2006; Chen, 2008) lorsqu'il siège sur trois ou plusieurs conseils d'administration.

Fort de ces observations parfois contradictoires, il importe de se poser les questions suivantes: Quel est l'impact réel de la présence des administrateurs indépendants sur la performance financière des sociétés au Canada ? Qu'advient-il en réalité lorsqu'ils ont plusieurs mandats ?

L'objectif général du présent travail est de faire le point sur l'impact de la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats sur la performance financière des sociétés au Canada.

Pour réaliser l'objectif de notre recherche, nous allons organiser le reste de notre travail de la façon suivante. Nous présenterons au deuxième chapitre le cadre théorique, au troisième chapitre la revue de littérature et les hypothèses, au quatrième

chapitre le cadre méthodologique, au cinquième chapitre les résultats et analyses de cette étude et au sixième chapitre la conclusion.

CHAPITRE II

CADRE THÉORIQUE

La gouvernance, selon Virginia (2007) est « un ensemble de mécanismes de contrôle mis en place dans le but d'orienter le comportement des dirigeants vers l'amélioration de la performance organisationnelle et ainsi de protéger l'avoir des actionnaires ». Parmi ces mécanismes, le conseil d'administration représente un organe de contrôle qui détient le pouvoir de contrôler les dirigeants et de s'assurer qu'ils agissent au profit des actionnaires (Fama et Jensen, 1983).

Le conseil d'administration présente plusieurs caractéristiques mais dans cette étude, nous portons notre intérêt sur l'une d'entre elle, à savoir l'indépendance des administrateurs, afin d'évaluer son impact sur la performance financière des sociétés. Dans ce chapitre, nous allons présenter de façon succincte des informations sur le conseil d'administration, la notion d'indépendance des administrateurs et aussi sur les bases théoriques sur lesquelles s'appuie notre recherche.

2.1 Conseil d'administration

Le conseil d'administration joue un rôle primordial selon le mécanisme de gestion mis en place dans une société. Il constitue l'organe stratégique de la société car il donne les directives et en assure leur mise en œuvre. En effet, de nombreuses études portant sur le rôle du conseil d'administration, son fonctionnement ont permis l'identification

de mécanismes qui interviennent au niveau de l'efficacité du contrôle des dirigeants dans l'entreprise.

Charreaux et Pitol-Belin (1991) soulignent que « le rôle du conseil varie comme le prévoit la théorie de l'agence selon le type de société. Il est moins actif dans les sociétés contrôlées, notamment dans les filiales et plus actif dans les sociétés managériales. Précisons cependant que même dans le cas des firmes contrôlées, il n'y a qu'un tiers des conseils qui soient perçus comme des chambres d'enregistrement. Les sociétés familiales considèrent le conseil plus que les autres types de sociétés comme un organe de préparation des décisions. Enfin, le conseil constitue une source d'informations privilégiées principalement pour les firmes familiales et managériales ».

Le rôle du conseil d'administration, selon Charreaux (2000) n'est pas de défendre seulement les intérêts des actionnaires. Il facilite aussi le développement de compétences et permet la mise en place de nouvelles options stratégiques. Il contribue à une meilleure coopération entre les gestionnaires et les actionnaires.

Le conseil d'administration se charge de l'orientation stratégique et du contrôle des dirigeants de l'entreprise. Pour bien mener sa mission, plusieurs comités ont vu le jour. Citons, ceux de nomination, de gouvernance, de rémunération, de finance, et d'audit (Naciri, 2006 ; Dion, 2007). Ils sont tous créés selon les directives de pratiques de bonne gouvernance afin de renforcer la capacité du conseil à s'acquitter de ses tâches, en particulier le contrôle des dirigeants et la protection des richesses des actionnaires.

Selon Bouaziz et Triki (2012), le conseil d'administration est un moyen de contrôle interne qui permet d'avoir des ressources, de déterminer des choix stratégiques et d'aider les dirigeants, les actionnaires et les autres parties prenantes à résoudre leurs conflits. C'est ainsi que, selon eux, il doit être composé d'administrateurs indépendants capables de gérer efficacement la relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants et de diminuer le pouvoir discrétionnaire des dirigeants.

Au Canada, dans le rapport Dey (1994), de concert avec la Bourse de Toronto, il est mentionné clairement la façon dont le conseil d'administration devrait se constituer. Les lignes directrices prévoient que le conseil doit entreprendre des mesures qui consistent à diminuer la taille du conseil afin que le nombre d'administrateurs puisse faciliter la prise de décision de façon efficace.

En référence aux directives de la Bourse de Toronto relatives aux pratiques de gouvernance, Naciri (2006) a présenté deux principes qui concernent la performance en matière de gouvernance d'entreprise. Il s'agit, d'une part, du principe de leadership qui souligne que le conseil d'administration est l'instance suprême quant à l'adoption des objectifs et la fixation des directives ou orientations stratégiques de l'entreprise, et, d'autre part, du principe de la gérance qui parle de la responsabilité du conseil quant à la surveillance de l'utilisation des ressources des actionnaires et de l'efficacité du contrôle des dirigeants. Ces deux principes constituent, selon lui, le point de départ de la gouvernance corporative au Canada.

En Grande-Bretagne, le rapport Cadbury (1992) fait des recommandations particulières sur le fonctionnement du conseil d'administration. Il souligne l'importance de la répartition des responsabilités afin d'éviter une appropriation des biens de l'entreprise par une seule personne.

En France, les rapports Vienot (1995) et Vienot (1999) soulignent que le conseil d'administration représente collectivement l'ensemble des actionnaires. D'après Cavaco et al (2012), selon le code de commerce français en son article L225.35 « le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportun ».

Selon Charreaux et Wirtz (2007), le conseil d'administration, cité par Del Vecchio (2010), « est un lieu d'apprentissage individuel et collectif, voire organisationnel, où les débats aident potentiellement le dirigeant à construire, affiner, tester ou réviser sa vision stratégique et à acquérir des capacités managériales supplémentaires ».

Le conseil d'administration selon Del Vecchio (2010) est « un lieu de collaboration particulièrement adapté à l'élaboration d'une compréhension partagée des règles de gouvernance d'entreprise. C'est un organe collégial qui favorise les échanges professionnels, notamment sur les règles de gouvernance de référence et sur les conditions de leur mise en œuvre ».

En fait, nous pouvons dire que le conseil d'administration représente un élément indispensable et même incontournable pour une organisation. Grâce à sa présence, les actionnaires disposent d'un moyen pour faire face aux problèmes d'agence qui peuvent survenir dans la gestion de l'entreprise.

2.2 Indépendance des administrateurs

La notion d'indépendance en matière de pratique de gouvernance a fait l'objet de plusieurs travaux et études. Ces travaux révèlent que les administrateurs indépendants occupent une grande place dans la gouvernance d'entreprise. Leur présence dans le conseil d'administration renforce, dans un sens, l'objectivité dans les prises de décision compte tenu de leur impartialité. Selon Charreaux et Pitol-Belin (1991), l'administrateur indépendant a l'entière liberté dans sa prise de décision. Son indépendance lui permet de donner des réponses appropriées aux problèmes de conflits d'intérêts qui pourraient exister entre les dirigeants et les actionnaires.

Dans le rapport Vienot (1995), l'administrateur indépendant est défini comme étant « une personne qui n'a aucun lien d'intérêt direct ou indirect avec la société ou les sociétés de son groupe et qui peut ainsi être réputée participer en toute objectivité aux travaux du conseil. En conséquence, l'administrateur indépendant ne doit pas être :

- un salarié, le président ou le directeur général de la société ou d'une société de son groupe.
- un actionnaire important de la société ou d'une société de son groupe ni être lié de quelque manière que ce soit à un tel actionnaire,
- lié de quelque manière que ce soit à un partenaire significatif et habituel, commercial ou financier, de la société ou des sociétés de son groupe ».

Au Canada, un administrateur indépendant est défini d'après le règlement 58-101 en son article 1.2 qui renvoie à la définition dans le règlement 52-110 sur le comité d'audit en son article 1.4, « comme étant une personne physique qui n'a pas de relation importante, directe ou indirecte, avec l'émetteur. Une relation importante

s'entend d'une relation dont le conseil d'administration pourrait raisonnablement s'attendre à ce qu'elle nuise à l'indépendance du jugement d'un membre du comité ».

Le conseil d'administration doit divulguer des informations sur sa structure en ce qui concerne notamment le nombre d'administrateurs indépendants, leur participation ou non dans les réunions périodiques, le mode de sélection de ces administrateurs et celui de rémunération. Telles sont des exigences de l'Autorité des marchés financiers (AMF) sur les pratiques en matière de gouvernance à travers le règlement 58-101.

Selon la ligne directrice 2 de la Bourse de Toronto « le conseil d'administration de chaque société devrait être composé en majorité de personnes qui sont des administrateurs non reliés. L'administrateur non relié est un administrateur indépendant de la direction et n'ayant aucun intérêt, ni aucune relation, y compris des relations d'affaires, mais à l'exclusion d'intérêts ou de relation découlant simplement de son actionnariat, qui sont susceptibles de nuire d'une façon importante à sa capacité d'agir au mieux des intérêts de la société, ou qui soit raisonnablement susceptible d'être perçu comme ayant cet effet » (Naciri, 2006).

En somme, un administrateur indépendant devrait apporter une contribution objective au conseil d'administration dans son jugement lors de la prise de décisions. Il devrait être impartial vu qu'il n'a pas d'intérêt particulier par rapport aux dirigeants. Sa présence au conseil d'administration donnerait à toutes les parties prenantes une assurance quant à la gestion des conflits d'intérêts ; ce qui permettrait à l'entreprise d'améliorer sa performance au niveau de sa gouvernance.

2.3 Fondements Théoriques

De nombreuses théories se sont développées afin de bien comprendre des questions relatives à la gouvernance d'entreprise. Dans cette étude nous nous appuyerons sur deux théories : la théorie de l'agence et la théorie de la dépendance aux ressources.

2.3.1 Théorie de l'agence

Lorsque les fonctions de président du conseil d'administration et celles du directeur général sont occupées par une même personne, il est certain que cela peut nuire au bon fonctionnement de l'entreprise. En effet, les dirigeants dont l'objectif est de maximiser leur utilité en termes de rémunération et les actionnaires qui veulent protéger leurs investissements, pourraient se retrouver dans une situation de conflit d'intérêts. Une telle situation peut créer sans doute un grand handicap à l'entreprise pour qu'elle puisse poursuivre convenablement ses activités et atteindre ses objectifs de développement.

Si l'on tient compte des scandales financiers qui ont secoué les économies à travers le monde durant ces dernières années, il est tout à fait légitime d'admettre que le niveau de contrôle des dirigeants paraissait inefficace quant à la gouvernance des entreprises. L'existence d'un problème d'agence entre les actionnaires et les gestionnaires pourrait être à la base de cette situation.

La théorie de l'agence a bien cerné ces problèmes. Elle avance que "le conseil d'administration représente l'un des mécanismes de gouvernance les plus importants capables de réduire ou d'éliminer les problèmes d'agence afin d'améliorer la performance financière de l'entreprise". Selon Jensen et Meckling (1976), ce problème existe quand les intérêts des deux parties sont divergents et qu'il y a de l'asymétrie d'information entre les parties.

La relation d'agence représente un élément fondamental de la théorie d'agence. Elle se définit comme étant « un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal/ actionnaire) engage une autre personne (l'agent/dirigeant) afin d'accomplir une mission ou un service en son nom qui consiste à déléguer une certaine autorité ou un certain pouvoir de décision à l'agent » (Jensen et Meckling, 1976).

Ces auteurs ont fait savoir que les actionnaires et les dirigeants pourraient avoir des conflits d'intérêts. Ils estiment que les gestionnaires (dirigeants) pourraient ne pas agir dans l'intérêt des actionnaires ou des investisseurs. En effet, ces derniers peuvent utiliser des moyens incitatifs afin de réduire les divergences d'intérêts ou limiter les activités de l'agent en allouant des ressources à la surveillance et au contrôle.

La séparation entre la propriété et le contrôle pourrait sans aucun doute créer des conflits entre les actionnaires qui investissent leurs biens ou qui apportent leurs ressources dans l'entreprise et les gestionnaires (dirigeants) qui s'occupent de la gestion de ces biens. Plusieurs raisons peuvent être à la base de ces conflits. Jensen et Meckling (1976) ont fait comprendre que les divergences d'intérêts qui se résument en une augmentation de la valeur de la firme pour les actionnaires et les intérêts personnels pour les dirigeants constituent une source de conflits qui pourraient engendrer de sérieux problèmes à l'entreprise. Le rôle des dirigeants est de donner

aux actionnaires une certaine confiance quant à la gestion de leurs biens pour augmenter ou améliorer le résultat de l'entreprise. Cependant, par leur comportement opportuniste, les dirigeants peuvent utiliser ces ressources de façon inappropriée en faisant des dépenses qui pourraient impacter négativement sur le résultat de l'entreprise.

Ces problèmes découlent aussi de l'asymétrie d'information entre les deux parties. Les gestionnaires, eu égard à leur position stratégique dans l'entreprise, peuvent détenir des informations qui pourraient être très utiles pour les investisseurs mais choisissent de les garder pour eux-mêmes afin de protéger leurs propres intérêts. L'asymétrie d'information peut entraîner de sérieux problèmes pour les différentes parties. Lors de la transmission d'informations aux administrateurs, les gestionnaires (dirigeants) peuvent choisir d'enlever une partie importante de ces informations pour empêcher les administrateurs de prendre de meilleures décisions.

Pour redresser cette situation, le conseil d'administration met en place un système de contrôle qui exige des dépenses afin de réduire certains risques comme l'incertitude face au comportement des dirigeants, la baisse du rendement, l'utilisation inappropriée des ressources, etc (Jensen et Meckling, 1976). Ces dépenses entraînent des coûts élevés appelés coûts d'agence. Cependant, le conseil peut intervenir avec divers moyens pour permettre aux dirigeants d'aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires. Dans les modèles d'agence, selon Grossman et Hart (1983), lorsque les intérêts des dirigeants et des actionnaires sont divergents, il est certain que les gestionnaires prennent des mesures qui coûtent cher aux actionnaires. En effet, les contrats à eux seuls ne peuvent pas bloquer ces mesures lorsque les actionnaires n'ont pas la possibilité de gérer ni de suivre directement le comportement des gestionnaires dans leurs activités ; mais l'ouverture à l'actionnariat pour les gestionnaires peut être

considérée comme étant un moyen incontestable pour les encourager à travailler d'une manière conforme au profit des actionnaires.

D'autres moyens peuvent être utilisés pour faciliter un meilleur contrôle des dirigeants et aussi aider les administrateurs internes dans leurs difficultés quant à l'impuissance de s'opposer aux décisions de ces dirigeants. Dans cet ordre d'idées, la présence des administrateurs indépendants ayant des compétences avérées pourrait aider l'entreprise à faire face à ces problèmes.

Le rapport Vienot (1999) indique que la présence d'administrateurs réellement indépendants en nombre suffisant dans les conseils d'administration et leurs comités est un élément essentiel de la garantie de la prise en compte de l'intérêt de l'ensemble des actionnaires dans les décisions de la société.

Le rapport Saucier (2001) indique qu'une bonne gouvernance contribue considérablement à protéger les droits des actionnaires, à maximiser au fil du temps la valeur de leurs capitaux et à favoriser la présence d'entreprises performantes. En outre, elle contribue à faire converger les intérêts des actionnaires et ceux des dirigeants et à clarifier la responsabilité.

2.3.2 Théorie de l'agence et multiples mandats

La gestion des conflits d'agence et la performance de l'entreprise peuvent avoir des incidences avec la notion de cumul de mandats. Les administrateurs qui siègent sur

plusieurs conseils peuvent se trouver dans une situation où les fonctions de surveillance et de conseils pourraient être nuancées selon le contexte en question.

Il est évident que les administrateurs très occupés à cause du nombre de mandats qu'ils détiennent ne peuvent avoir la capacité d'effectuer efficacement le contrôle des dirigeants. Selon Kiel et Nicholson (2006), les entreprises qui ont des conflits élevés avec des possibilités de croissance faible ont besoin de l'implication de ces administrateurs dans leur rôle de surveillance afin de contrôler les activités des dirigeants. Cependant, ils ne peuvent pas généralement l'exercer convenablement à cause de leur indisponibilité, car ils ne fournissent pas suffisamment de temps aux réunions du conseil. Ce manque de temps accordé à la surveillance des dirigeants pourrait les amener à agir au détriment des intérêts des actionnaires, ce qui provoquerait une détérioration de la performance de l'entreprise.

Par contre, selon ces auteurs, les entreprises qui ont des conflits d'agence faibles et des possibilités de croissance élevée n'ont pas besoin d'un contrôle rigoureux par les administrateurs indépendants. Ils n'auront pas vraiment une forte demande pour la surveillance des dirigeants. En tant que conseillers, ils vont apporter leurs compétences, leurs expériences dans les conseils d'administration afin de prendre les meilleures décisions pour le bon fonctionnement de l'entreprise. Leur implication dans leur rôle de conseillers pourrait impacter positivement sur la performance.

2.4 Théorie de la dépendance des ressources

Compte tenu de la mission du conseil d'administration, selon son orientation stratégique, les administrateurs indépendants peuvent apporter leur contribution à

l'entreprise non seulement au niveau de sa gestion, mais aussi à l'amélioration de sa performance. La tenue de plusieurs mandats aux conseils d'administration et leur appartenance à des réseaux donnent aux administrateurs la possibilité d'acquérir plus d'expériences et de compétences, ce qui leur permet d'acquérir la capacité d'aider les conseils dans les prises de décisions stratégiques.

Une firme a besoin nécessairement de ressources externes pour son fonctionnement normal. Cela crée une relation entre l'entreprise et son environnement. La théorie de la dépendance des ressources a bien cerné cette relation. Elle a été développée par Pfeffer et Salancik en 1978. Cette théorie est fondée sur la capacité d'une entreprise ou d'une organisation à disposer et à maintenir des ressources pour sa pérennité ou du moins sa survie. Pour ce faire, l'entreprise ne doit pas être mise à l'écart de son environnement. Elle doit être en connexion avec ses partenaires afin d'avoir des ressources disponibles pour sa survie. Dans le cas contraire, l'entreprise ne serait pas en mesure de faire face à ses obligations.

Les organisations selon Pfeffer et Salancik (1978) ont besoin de ressources pour avoir un bon fonctionnement, mais leur environnement joue un rôle primordial pour se les procurer. D'après ces auteurs, l'entreprise ne doit pas prendre le risque de se passer de certaines ressources si elle espère pouvoir bien fonctionner. Ces ressources sont pour la plupart financières, humaines et technologiques.

De plus, l'entreprise ne peut, à elle seule, fonctionner sans avoir des échanges avec d'autres entreprises, lesquels peuvent se présenter sous plusieurs formes telles que : échanges d'information, de ressources physiques et même de la légitimité sociale comme l'indiquent Pfeffer et Salancik dans " The external control of organizations"

« Organizations engage in exchanges and transactions with other groups or organizations. The exchanges may involve monetary or physical resources, information, or social legitimacy. Because organizations are not self-contained or self-sufficient, the environment must be relied upon to provide support. For continuing to provide what the organization needs, the external groups or organizations may demand certain actions from the organization in return. It is the fact of the organization's dependence on the environment that makes the external constraint and control of organizational behavior both possible and almost inevitable » (Pfeffer et Salancik, 1978)².

Si l'on tient compte de ce qu'affirment Pfeffer et Salancik (1978), les administrateurs qui siègent dans plusieurs conseils constituent une ressource viable pour la firme. Lorsque le conseil d'administration élabore ses plans stratégiques et se penche sur leur mise en œuvre, il est indispensable que ces administrateurs soient dotés d'expérience et de compétence pour pouvoir contribuer à la prise des meilleures décisions. Ils peuvent être donc des conseillers privilégiés dans l'élaboration et l'exécution des plans stratégiques.

En effet, la présence d'un administrateur siégeant sur plusieurs conseils est un élément de l'environnement de la firme qui joue un rôle important au renforcement de sa capacité opérationnelle et stratégique. L'administrateur indépendant peut mettre son réseautage au profit de la firme. Ainsi, lorsque la firme a besoin d'un financement pour ses activités, il peut utiliser son influence et ses connexions afin de l'obtenir.

² Traduction " Le contrôle externe des organisations" : « Les organisations s'engagent dans des échanges et des transactions avec d'autres groupes ou organisations. Les échanges peuvent impliquer des ressources monétaires ou physiques, une information ou une légitimité sociale. Etant donné que les organisations ne sont pas autonomes ou autosuffisantes, l'environnement doit être invoqué pour fournir un appui. Pour continuer à fournir ce dont l'organisation a besoin, les groupes ou les organisations externes peuvent exiger en retour certaines actions de l'organisation. C'est le fait de la dépendance de l'organisation à l'environnement qui rend la contrainte et le contrôle externes du comportement organisationnel possible et presque inévitable »

À titre d'exemple, un administrateur siégeant comme directeur financier et ayant des compétences financières peut utiliser ses relations dans des institutions financières où il a des connexions afin de négocier valablement au profit de l'entreprise.

Compte tenu de leur rôle de conseillers, selon la théorie de la dépendance des ressources, les administrateurs indépendants siégeant sur plusieurs conseils ont la possibilité d'augmenter leur expérience et les contacts d'affaires dans l'exercice de leurs activités professionnelles, ce qui ne peut être que très bénéfique à la firme. En outre, les dirigeants peuvent aussi apporter une amélioration à la performance des entreprises.

Les connexions politiques peuvent jouer aussi un rôle important pour le conseil d'administration dans la gouvernance des sociétés. Récemment, Dicko & Khemakhem (2014) ont suggéré que les connexions politiques ont un effet positif sur la performance financière. Cependant, lorsqu'elles sont associées avec le respect des règlements, l'impact est plus positif et significatif.

Dans ce contexte, les administrateurs profiteraient d'une certaine collaboration les uns des autres leur permettant de se connaître, de partager leurs connaissances. La collaboration des administrateurs, selon Del Vecchio (2010), ne reste pas seulement au niveau du conseil d'administration. Ils maintiennent des liens à travers des mandats qu'ils détiennent dans différents conseils d'administration. En effet, ces relations facilitent l'ouverture des réseaux de conseils d'administration dans lesquels se trouvent des administrateurs en commun dont les propriétés structurales déterminent les flux de communication au sein de ces réseaux. Selon lui, lorsque les administrateurs font partie des réseaux relationnels, cela leur facilite l'accès aux informations importantes sur les pratiques de gouvernance des autres conseils

d'administration et leurs conséquences éventuelles tels que l'amélioration du système de gouvernance, le renforcement de la confiance des investisseurs, etc.

Il ne fait pas de doute que le réseautage constitue une ressource très importante qui est mise à la disposition de la firme pour lui permettre d'avoir un meilleur fonctionnement et pourrait impacter positivement sur la valeur de l'entreprise.

Dans le chapitre suivant, nous allons analyser les points de vue des différents auteurs sur plusieurs aspects relatifs à l'indépendance et au cumul de mandats des administrateurs à travers la documentation qui a été consultée.

CHAPITRE III

REVUE DE LITTÉRATURE ET HYPOTHÈSES

Au cours des dernières décennies, un grand nombre de travaux ont été consacrés à l'étude des caractéristiques du conseil d'administration.

Nous nous proposons de faire un survol à travers la littérature existante pour nous faire une idée de l'impact de la présence d'administrateurs indépendants sur la performance financière des entreprises.

3.1 Indépendance et Performance des entreprises

Gordon (2007) a réalisé une étude sur la croissance du nombre d'administrateurs indépendants aux États-Unis. La présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration a progressivement évolué en passant d'une proportion de 20 % en 1950 à 75 % en 2005. Plusieurs mécanismes ont été pris en compte pour faciliter la croissance de l'effectif des administrateurs indépendants. Cette dynamique a été créée suite à la réforme sur la gouvernance d'entreprise initiée dans les années 1970 aux États-Unis afin d'instaurer des conditions susceptibles de faciliter la création du conseil de surveillance. Ensuite, vers les années 1990, elle continue afin de favoriser le renforcement des règlements pour permettre de mieux gérer les problèmes entre les gestionnaires et les actionnaires. Et, en fin de compte en 2002, suite aux scandales financiers, il a fallu renforcer le rôle du conseil en matière de surveillance des contrôles et du rendement.

Gordon (2007) a en effet présenté les mécanismes servant de référence pour augmenter et renforcer la présence d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration aux États-Unis en quatre catégories³: (i) le resserrement des normes et des règles de disqualification sur la base de leurs relations; (ii) l'augmentation des sanctions négatives et positives comme la responsabilité légale pour la violation des obligations fiduciaires, les sanctions sur la réputation et la rémunération fondée sur les actions; (iii) le développement de structures intra-conseils, telles que des comités spécifiques aux tâches et la désignation d'un « administrateur principal »; et (iv) la réduction de l'influence exercée par le chef de la direction sur la sélection et le maintien des administrateurs, par exemple en créant un comité de nomination composé uniquement d'administrateurs indépendants.

Des études antérieures sur la relation entre l'indépendance du conseil d'administration et la performance financière de l'entreprise n'avaient pas abouti toutes à la même conclusion. Certains travaux avaient montré que la présence des administrateurs indépendants avait un effet positif tandis que d'autres concluaient à un effet négatif.

Nous allons présenter dans les deux points suivants, les effets positif et négatif de l'indépendance du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises.

³ Gordon, J. (2007). "The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Shareholder Value and Stock Market Prices". *Stanford Law Review*, vol.59 (6), page 1477 (traduction).

3.1.1 Thèse de l'effet positif de l'indépendance du conseil d'administration

En se référant aux mécanismes institués par la théorie d'agence, les administrateurs indépendants sur le conseil d'administration semblent être plus aptes à résoudre les conflits d'intérêts et à réduire les coûts d'agence. Cela nous pousse à faire une investigation à travers la littérature sur le lien qui existe entre l'indépendance des administrateurs et la performance des entreprises.

Les études réalisées par Fama & Jensen (1983) nous montrent que les administrateurs indépendants aident à un contrôle efficace des dirigeants par leur compétence, leur réputation en faveur de l'entreprise. Cela joue de façon positive à la performance de l'entreprise.

Hudchinson (2002), dans une étude sur un échantillon de 229 entreprises australiennes, s'interroge sur l'interaction entre les opportunités d'investissement des entreprises, la composition du conseil d'administration et la performance de l'entreprise. Il tend à montrer qu'il y a une forte association entre les opportunités d'investissement des entreprises due à une forte proportion d'administrateurs au conseil d'administration. En effet, l'auteur constate aussi que les entreprises en pleine croissance qui détiennent des administrateurs indépendants apportent une surveillance aux actions des gestionnaires afin d'assurer, non seulement la création de la valeur ajoutée à l'entreprise, mais aussi résoudre le problème d'agence qui permettra à ce que ces entreprises soient rentables.

Deli *et al* (2005), dans une étude intitulée " Separation of power: active, Independent Board enhance credibility ", constatent que, lorsqu'il y a séparation entre les fonctions

de chef d'entreprise et de PDG, il semble exister plus de confiance sur les marchés. Donc, la présence d'administrateurs indépendants entraîne une amélioration de la performance de l'entreprise. En outre, l'indépendance du conseil d'administration augmente la crédibilité des informations relatives aux résultats de l'entreprise.

Tifafi & Dufour (2006) soulignent que les entreprises qui n'ont pas eu recours aux administrateurs indépendants présentent les propriétés suivantes : un poids élevé des actionnaires majoritaires associé à une structure de pouvoir dans laquelle le directeur général est aussi président du conseil d'administration. Les entreprises qui sont désireuses d'améliorer leur image en s'alignant sur de bonnes pratiques de gouvernement d'entreprise doivent faire appel à des administrateurs indépendants.

Choi *et al* (2007), dans une étude sur le lien entre la présence des administrateurs externes et la performance des entreprises dans un marché émergent, concluent qu'il existe une relation positive entre l'indépendance du conseil mesurée par la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et la performance financière des entreprises. Ce constat a été fait dans une période post-crise en Asie dans les années 1997, plus particulièrement dans un pays émergent, la Corée du Sud. Ils constatent que la présence d'administrateurs indépendants entraîne une plus grande performance des entreprises. Ces auteurs supposent qu'après la crise économique, tenant compte des chocs externes, l'indépendance du conseil favorise l'amélioration de la performance des sociétés surtout dans un marché émergent.

Lefort & Urzúa (2008) suggèrent, à travers une étude réalisée sur un échantillon de 160 entreprises chiliennes, que l'augmentation du nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration a eu un effet positif sur la performance de la firme.

Rebeiz (2008) a étudié la relation entre le pourcentage d'administrateurs indépendants dans les salles de réunion et les rendements des entreprises. Il s'est rendu compte que la présence de ces administrateurs a eu un impact positif sur la performance financière des entreprises. Il atteste qu'il y a une limitation de la théorie d'agence, en ce sens que, dans les salles de réunion, les administrateurs indépendants ne sont pas représentés à 100%. D'un autre côté, il y a aussi la présence d'administrateurs internes qui ont, entre autres rôles, de compenser le manque d'informations des administrateurs indépendants compte tenu de la possibilité qu'ils détiennent des informations pertinentes et d'y avoir accès de façon rapide et efficace.

Chen *et al.* (2009) affirment que, lorsqu'il y a un nombre élevé d'administrateurs indépendants dans le conseil, non seulement, il y a une amélioration de la qualité des informations financières, mais aussi de la performance financière de l'entreprise.

Rachdi et Gaied (2009) avancent que l'efficacité du contrôle des dirigeants est liée à la présence d'administrateurs indépendants. Ils concluent, à travers cette étude, sur un échantillon de 100 entreprises américaines, que plus la proportion des administrateurs indépendants est élevée dans une entreprise, compte tenu de la théorie de l'agence, plus sa performance est élevée.

Chouchane (2010) abonde dans le même sens que les études précédentes. Elle montre, à travers une étude réalisée sur un échantillon de 79 entreprises françaises cotées, que des administrateurs indépendants sont présents dans les conseils d'administration des sociétés françaises à cause de l'existence de forts conflits d'intérêt entre les actionnaires dispersés et les dirigeants. Le pourcentage d'administrateurs indépendants est, en effet, plus important dans les sociétés de grande taille et à capital fortement dilué. La nomination des administrateurs constitue aussi une réponse aux exigences des investisseurs institutionnels.

Feki et Khoufi (2008) constatent que seules la taille et l'indépendance parmi les caractéristiques du conseil ont un effet significatif sur la qualité de l'information financière. Ils soutiennent qu'une meilleure information financière peut entraîner une diminution du coût de la dette. D'après eux, l'indépendance des administrateurs est un levier d'action qui contribue à l'amélioration de la qualité d'information financière et à la réduction du coût de la dette.

L'indépendance demeure l'une des plus importantes caractéristiques du conseil d'administration. Selon Bouaziz et Triki (2012), les administrateurs indépendants renforcent la gouvernance d'une entreprise par leur capacité d'agir d'une manière impartiale en vue de réduire les conflits d'agence entre les parties prenantes. C'est ce qui explique que la proportion des administrateurs indépendants augmente généralement dans les conseils après les vagues de crises financières. Selon eux, les administrateurs externes ont toute la latitude d'agir d'une façon à protéger les intérêts des actionnaires en s'opposant aux décisions du dirigeant qui pourraient avoir un impact négatif sur la richesse des actionnaires. Dans une étude réalisée sur l'impact du conseil d'administration sur la performance financière des entreprises tunisiennes, ils aboutissent à un impact plus ou moins important de l'indépendance du conseil sur la performance financière des sociétés mesurée par les ratios ROE et le Q de Tobin.

Les résultats des travaux de Sfar & Jarniou (2012) corroborent ceux des études précédentes. Ils montrent que la présence d'administrateurs externes au sein du conseil a un effet positif sur la performance comptable. Ces auteurs estiment que la présence des administrateurs externes est synonyme de l'efficacité du contrôle. En prenant un échantillon de 45 entreprises tunisiennes, ils ont conclu que la performance des firmes évolue avec l'augmentation du nombre d'administrateurs externes dans le conseil d'administration.

Vo & Nguyen (2014), dans une étude réalisée sur la gouvernance des entreprises au Vietnam, aboutissent à une amélioration de la performance des entreprises suite à la nomination d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration. L'indépendance du conseil d'administration et les performances des entreprises sont corrélées positivement lorsque la performance des entreprises est estimée à l'aide de mesures comptables.

Récemment, Cheffou (2014) a abouti aux mêmes conclusions que celles des études passées et a montré que les dirigeants des sociétés disposant d'un comité de rémunération sont ceux qui reçoivent plus de rémunérations incitatives. En effet, les membres de tels comités qui sont majoritairement des administrateurs indépendants au regard de la bonne gouvernance connaissent les vertus de ces modes de rémunération en matière d'alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires.

Les résultats de cette étude montrent un niveau élevé de la proportion des rémunérations incitatives dans la rémunération totale du gestionnaire dans trois situations :

- quand la gouvernance de l'entreprise est caractérisée par le cumul du rôle du Directeur général et celui de la présidence du conseil d'administration;
- quand le conseil d'administration est de grande taille;
- et quand le pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant sur le conseil d'administration est important.

Ces résultats pourraient signifier que la présence d'administrateurs indépendants au sein des conseils aide les entreprises à choisir un design de la rémunération des dirigeants qui va dans le sens de la réduction des conflits d'agence et d'amélioration de la performance de l'entreprise.

3.1.2 Thèse de l'effet négatif de l'indépendance du conseil d'administration

Contrairement aux mécanismes de la théorie d'agence, d'autres études ont soutenu la thèse d'un effet négatif de l'indépendance du conseil sur la performance des entreprises.

Selon les tenants de cette thèse, les entreprises ayant un nombre restreint d'administrateurs indépendants dans leurs conseils d'administration sont capables de réaliser les meilleures performances. Bhagat et Bolton (2008) abondent en ce sens. Ils montrent que l'indépendance du conseil d'administration améliore la gestion de l'entreprise, mais non sa performance financière.

Bhagat et Black (1999) sont d'avis que les administrateurs indépendants ne maîtrisent pas bien tout ce qui se passe dans l'entreprise. Aussi, c'est ce qui explique qu'ils ne peuvent pas agir convenablement pour améliorer la valeur de l'entreprise. Selon eux, ils paraissent plus aptes à résoudre un problème lorsqu'il y a une crise, un conflit, compte tenu de leur indépendance. Ces auteurs ont suggéré que la présence d'un groupe d'administrateurs mixte au sein du conseil serait plus appropriée. Ce groupe doit avoir des administrateurs internes, indépendants et affiliés. Chacun d'eux aura un rôle bien défini. Selon eux, les administrateurs internes sont les mieux placés pour

connaître les activités de la société puisqu'ils ont une compréhension des forces et des faiblesses de la société compte tenu de leur relation d'affaires avec elle. En revanche, les administrateurs indépendants en dépit de leur ignorance relative aux activités de la société, peuvent agir avec célérité lors d'une crise.

Les tenants de cette thèse comme Baghat et Black (1999) estiment que l'indépendance des administrateurs ne saurait entraîner manifestement la performance de l'entreprise sans la connaissance des activités ou sans des incitatifs. En effet, selon ces auteurs, il n'y a pas de corrélation positive entre l'indépendance du conseil d'administration et une grande performance financière. Ils soutiennent même, que les entreprises qui détiennent un nombre élevé d'administrateurs indépendants sont moins performantes. Il serait mieux, selon eux, d'avoir des conseils comprenant à la fois des administrateurs internes qui ont des connaissances et des incitatifs, et des administrateurs indépendants qui pourraient être mieux informés au lieu d'avoir uniquement des administrateurs indépendants.

Lawrence et Stapledon (1999), à travers l'étude " Do independent directors, add value ?" ont utilisé un échantillon de 700 administrateurs détenant 900 sièges du conseil d'administration, soit en moyenne 1.3 siège par administrateur ; et 100 entreprises cotées sur la bourse australienne en vue d'examiner la relation entre l'indépendance du conseil et la performance des entreprises. Deux variables de performance ont été utilisées à cette occasion : la performance boursière et la performance comptable. Ils concluent que l'amélioration de la gouvernance d'entreprise au niveau de la composition du conseil d'administration, n'améliore pas la performance des grandes sociétés cotées en Australie, car la composition de certains conseils ne semblait pas être adaptée à la structure des entreprises. En outre, ils soutiennent qu'un bon conseil devrait avoir un mélange d'administrateurs indépendants, non exécutifs affiliés et exécutifs.

Par ailleurs, ces auteurs avancent qu'il n'y a pas de preuve convaincante que les administrateurs indépendants apportent de la valeur à l'entreprise. Ils estiment qu'au moment de cette recherche, ces administrateurs pourraient ne pas être efficaces dans leur rôle de surveillance. Toutefois, ils reconnaissent que la surveillance des administrateurs indépendants peut améliorer la qualité des décisions des dirigeants, mais à l'inverse, compliquer ou rendre plus long le processus décisionnel. Cela prouve que, même en ce qui concerne leur rôle de surveillance, la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration ne fait pas l'unanimité. Leur présence pourrait même constituer un obstacle pour le développement des entreprises. Pour ces auteurs, le fait que les administrateurs indépendants passent beaucoup d'années dans le conseil sans avoir une meilleure connaissance des affaires de l'entreprise et disposer suffisamment de temps dans la société, peut entraîner une baisse de la performance financière.

Adams et Mehran (2003) ont conclu que les entreprises disposant d'un nombre réduit d'administrateurs indépendants pourront réaliser de meilleurs résultats. Par conséquent, l'amélioration de la performance des entreprises ne dépendrait pas de la proportion d'administrateurs indépendants.

Fernandes (2008), dans une étude sur la rémunération du conseil d'administration et la performance de l'entreprise, constate que la présence des membres du conseil indépendants ne permet pas d'aligner les intérêts des actionnaires et des dirigeants. Lorsqu'il n'y a pas de présence d'administrateurs indépendants, il existe une forte relation entre la rémunération et la performance. Ils concluent que la performance n'est pas significativement liée à la rémunération des dirigeants.

La gouvernance d'entreprise et la création de valeur vont de pair selon Prasanna (2006). Elle avance qu'une organisation ne peut créer de valeur si elle ne fonctionne

pas dans le respect des principes de la bonne gouvernance. À travers une étude sur la gouvernance d'entreprise, notamment l'impact de l'indépendance du conseil sur la maximisation de la valeur de l'entreprise, l'auteur constate que l'analyse empirique qu'elle avait réalisée n'arrivait pas à confirmer la relation entre l'indépendance et la maximisation de valeur. L'étude révèle qu'une meilleure performance repose sur la bonne gouvernance de l'entreprise. Elle conclut que les entreprises bien gérées présentent de meilleures performances en prenant en considération les principes de bonne gouvernance. D'après elle, la bonne gouvernance entraîne la croissance et la stabilité des entreprises, améliore la relation avec d'autres sociétés, diminue les risques et le coût du capital et donne une certaine assurance entre les différents acteurs.

Wallison (2006), de son côté, a conclu que la présence d'administrateurs indépendants au sein des comités d'audit ou des conseils d'administration a été faite non pas dans l'objectif d'avoir une meilleure performance, mais plutôt dans le but d'obtenir une meilleure gouvernance. Selon lui, les administrateurs indépendants ne pourraient donner de bons conseils aux dirigeants puisqu'ils ne détiennent pas suffisamment d'informations sur les opérations de l'entreprise.

Caselli & Gatti (2007) dans une étude intitulée " Corporate governance and independence directors: much ado about nothing? The evidence behind private equity investment performance", essaient de voir dans le contexte italien, d'une part, l'impact de la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration des entreprises d'investissement sur le rendement final des placements et, d'autre part, l'impact de leurs caractéristiques subjectives et personnelles sur la performance des transactions. Selon ces auteurs, des caractéristiques comme la structure de l'actionnariat et la taille de l'entreprise entraînent un impact sur la performance, mais les caractéristiques subjectives des administrateurs indépendants ne permettent pas

d'expliquer de façon significative les résultats des investissements privés. En revanche, ils affirment que les administrateurs indépendants influencent positivement des transactions qui exigent des compétences spécifiques telles que les opérations de redressement et de rachat.

Salloum & Azoury (2010) montrent, en utilisant un échantillon de 150 entreprises libanaises, que l'augmentation du nombre d'administrateurs externes est négativement corrélée avec les performances futures de l'entreprise. Ils estiment que les entreprises en situation de stress financier ont tendance à accroître le nombre d'administrateurs au sein du conseil d'administration. Quand la situation se dégrade, elles ont tendance à augmenter la taille de leur conseil d'administration.

Wanda (2010) constate, à travers une étude sur les caractéristiques du conseil d'administration et l'amélioration de la rentabilité financière des entreprises conjointes franco-camerounaises, sur un échantillon de 41 entreprises cotées, qu'en absence des administrateurs externes, les intérêts des sociétés mères sont même sauvegardés lorsque les administrateurs ont la culture de dirigeants disciplinés, valable dans un contexte d'un marché de travail concurrentiel.

Kolsi & Ghorbel (2011) soulignent que l'effet de gouvernance sur la performance financière des entreprises canadiennes est conditionné par leur degré de divulgation. Pour les entreprises ayant un faible niveau de divulgation, il existe un effet négatif de la gouvernance sur la performance financière. En revanche, lorsqu'elles ont un niveau élevé de divulgation, ce lien est significatif.

Dans un rapport sur l'étude des liens entre la composition des conseils d'administration et la performance des sociétés cotées françaises, Cavaco *et al* (2012)

analysent un échantillon de 341 entreprises. Ils concluent que l'indépendance des administrateurs n'améliore pas la performance financière en raison d'un manque d'informations de la part des dirigeants.

À travers la littérature, nous avons pu constater qu'il existe des conclusions contradictoires de l'impact de la présence des administrateurs indépendants sur la performance financière des entreprises. Si de nombreux chercheurs suggèrent que cet impact est positif ; d'autres ont trouvé un effet négatif. Dans le cadre de notre étude, nous suggérons que la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration a un effet positif sur la performance financière. En effet, les parties prenantes des entreprises canadiennes semblent y manifester une forte croyance due au fait, qu'au Canada la réglementation sur les valeurs mobilières exige que la majorité des administrateurs soient indépendants. L'indépendance devient une règle importante de bonne gouvernance.

Nous pensons ainsi que cette question n'a pas encore été traitée dans le contexte canadien avec cet échantillon de sociétés cotées sur la Bourse de Toronto. Dans la pratique, ces entreprises continuent à croire que l'indépendance des administrateurs leur permet de mieux faire leur travail. Ces derniers peuvent effectivement contribuer à la performance financière des entreprises.

Tenant compte de ces arguments, malgré que l'on a déjà testé l'hypothèse d'une corrélation positive entre la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et la performance, il serait intéressant de revoir cette hypothèse dans le contexte canadien. Donc, nous postulons que :

H₁ : La présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration a un effet positif sur la performance financière des entreprises canadiennes.

3.2 Multiples mandats et performance des entreprises

Les réseaux d'administrateurs peuvent influencer de différentes façons la performance. Dans ce contexte, des auteurs comme Charreaux (2003) suggèrent que le cumul des sièges par les administrateurs pourrait entraîner d'énormes difficultés quant à la surveillance des dirigeants en raison d'un problème de temps, ce qui peut conduire à une certaine forme de laxisme. Pourtant, d'autres, selon lui, croient que les administrateurs jouent un rôle important compte tenu de leur réputation sur le marché en raison de leur compétence, de leur expertise et aussi de leur indépendance.

De nombreuses études sont réalisées sur le lien des administrateurs siégeant avec plusieurs conseils d'administration et la performance des entreprises à travers plusieurs pays. Certains chercheurs ont trouvé un impact positif. En revanche, d'autres en arrivent à un effet négatif.

Dans les lignes qui suivent, nous allons faire un parcours à travers les différents travaux réalisés sur cette thématique afin de présenter les divers points de vue.

3.2.1 Effet positif du cumul de mandats des administrateurs sur la performance

Pfeffer et Salancik (1978) ont beaucoup insisté sur la nécessité d'une organisation de disposer de certains besoins afin d'avoir un fonctionnement normal. En effet, après les récentes crises financières, les administrateurs indépendants ont été la cible de plusieurs questionnements dans le souci d'améliorer le fonctionnement des entreprises. Beaucoup d'entre eux, compte tenu de leur expérience, des compétences acquises, particulièrement à la faveur de la détention de plusieurs sièges dans les conseils d'administration, ont permis aux entreprises d'améliorer leur valeur. Ces administrateurs s'enrichissent en connaissances mutuellement et s'arrangent, à travers des réseaux, pour apporter une contribution raisonnable à l'entreprise grâce à des effets de synergie. Lorsque les administrateurs sont en réseaux, ils peuvent jouer un grand rôle pour une organisation. En effet, ceux-ci disposent alors d'une certaine réputation compte tenu de leur appartenance, de leur liaison dans ces réseaux, car ils sont nombreux à détenir plusieurs sièges dans les conseils d'administration des sociétés. Ils peuvent jouer leur influence sur des dossiers clés au bénéfice des entreprises dans lesquelles ils détiennent un siège.

Les réseaux de conseils d'administration selon Del Vecchio (2010) sont « un canal privilégié de transfert de connaissances entre les conseils d'administration et peuvent jouer le rôle de catalyseur dans l'adoption d'une pratique de gouvernance d'entreprise ». Pour Charreaux (2003), « la notion de réseau d'administrateurs est fonction de la définition des liens. Habituellement sont considérées comme liées par les administrateurs, les sociétés qui sont contrôlées par le même conseil et celles qui entretiennent des liens « directs » en partageant un ou plusieurs administrateurs ou, encore, des liens « indirects » par lesquels leurs administrateurs siègent au conseil d'une firme tierce » .

Scott (1991) de son côté, a fait comprendre que les réseaux inter-sociétaires sont puissants. En effet, cette puissance repose sur trois types de relations : personnelles, de capital et commerciales. Selon lui, les relations personnelles représentent des liens entre des personnes physiques qui peuvent avoir des connexions entraînant des échanges entre individus. Il estime, à travers ce type de relations, que ces individus peuvent avoir des affaires entre eux qui lient plusieurs sociétés. En revanche, les relations de capital concernent en particulier des liens entre les hommes d'affaires. Elles prennent naissance par exemple, à partir de la propriété actionnariale, du refus ou de l'octroi de crédit. Lorsque les institutions financières accordent des crédits à des entreprises industrielles, cela entraîne des relations de capital entre ces différentes entreprises. Ce type de relations peut conduire à la création de cartels et de coalitions. En outre, les relations commerciales créent des liens commerciaux entre différents agents. Elles prennent naissance à partir des transactions d'achat et de vente de marchandises sur le marché.

Thiéry-Dubuisson (2002), dans son étude sur les exigences actionnariales et les réseaux d'administrateurs, s'est proposé de chercher une formule pour la mise en place des comités en France. Aussi, a-t-il tenté d'établir un modèle d'implantation des comités d'audit et de le tester empiriquement. D'après les résultats de cette recherche, d'une part, la mise en place du comité d'audit résulte de l'influence des investisseurs institutionnels anglo-saxons dans le but de les encourager à protéger durablement les titres qu'ils détiennent par une meilleure coordination du système de contrôle, une meilleure préparation des réunions du conseil qui garantissent un contrôle plus approfondi. D'autre part, le réseau social semble aussi jouer un grand rôle dans la création des comités d'audit. L'insertion d'une société au sein du réseau, mais surtout sa position centrale privilégiée au sein de ce réseau, pourrait préparer la mise en place du comité d'audit. Ainsi, les sociétés qui choisissent de créer un comité d'audit au sein

de leur conseil seraient des sociétés qui cumulent de nombreux liens avec d'autres entreprises par le biais de leurs administrateurs.

Selon Charreaux (2003), de nombreux motifs ou raisons renforcent les liens des sociétés selon une approche inter-organisationnelle :

i) D'abord, le motif d'asymétrie qui s'associe à la théorie de la dépendance envers les ressources, en ce sens que l'établissement des liens par une firme peut se réaliser dans le but de renforcer son influence ou de contrôler une autre firme afin de s'approvisionner ou de trouver des financements. Pour avoir un accès facile au financement, une entreprise peut intégrer dans son conseil un dirigeant d'une banque à partir de l'existence d'un lien. Une telle situation peut entraîner une certaine dépendance de l'entreprise par rapport à cette banque.

ii) Ensuite, le motif de stabilité dont l'existence du lien se justifie dans le but de parer à toute éventualité liée à un changement de l'incertitude environnementale.

iii) En troisième lieu, le motif de réciprocité, en ce sens que les liens pourraient permettre aux acteurs d'avoir des échanges de connaissances et d'informations en vue d'une meilleure coopération.

iv) En fin de compte, le motif de légitimité dont l'existence des liens se justifie par la pression exercée par les institutions sur les organisations afin que leurs activités soient justifiées et qu'elles se montrent socialement légitimes tout en consolidant une réputation.

Il affirme que les motifs de stabilité, de réciprocité et de légitimité entraîneraient une influence positive sur la performance financière. En outre, le motif d'asymétrie

pourrait aussi impacter positivement, car l'objectif du lien est la possibilité d'avoir accès aux ressources en vertu de la théorie de la dépendance envers les ressources, mais ayant pour conséquence une réduction du pouvoir décisionnel de la firme.

Plusieurs études, au cours de ces dernières années, montrent un impact positif de la présence des administrateurs siégeant sur plusieurs conseils d'administration sur plusieurs aspects de la gouvernance des entreprises.

Phan *et al* (2003) essaient de comprendre le phénomène des administrateurs qui siègent sur plusieurs conseils dans les sociétés et leur relation à la performance des entreprises dans une économie asiatique émergente. En utilisant un échantillon de 191 entreprises singapouriennes, ils constatent que la structure du conseil d'administration avait un antécédent important pour les administrateurs siégeant sur plusieurs conseils. Plus précisément, les administrateurs externes qui ont plusieurs mandats jouent un rôle de facilitateur dans l'augmentation de la circulation de l'information pour les entreprises. Ils montrent dans leur analyse qu'un impact négatif sur la performance résulterait de l'utilisation des informations par les administrateurs à des fins personnelles. Dans ce cas, l'absence de relation entre ces administrateurs et la performance serait due davantage au fait qu'ils construisent des réseaux personnels pour augmenter leur statut social et non pour servir l'entreprise. En outre, dans cette étude, une relation positive et significative entre la présence des administrateurs siégeant sur plusieurs conseils et la performance de l'entreprise a été trouvée ; ce qui facilite l'accès aux ressources, la coordination de l'action inter-organisationnelle et la réduction de l'incertitude concurrentielle.

Les administrateurs s'associent ensemble pour former des réseaux dans le but d'apporter leur savoir, leur savoir-faire et leur contribution quant à la gouvernance et à la performance des entreprises. Selon Del Vecchio (2010) « La notion de réseau

appliquée aux conseils d'administration repose sur les relations d'affiliation des administrateurs à des conseils d'administration via les mandats qu'ils détiennent ». En effet, dans le souci d'avoir une compréhension du rôle des réseaux de conseils d'administration sur l'adoption de l'ensemble des pratiques de gouvernance d'entreprise, il a réalisé une étude intitulée " Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise" dans le contexte français. Les résultats tendent à dire que l'ouverture du réseau de chaque conseil d'administration a une relation positive avec l'adoption des pratiques de gouvernance d'entreprise. De plus, il soutient que l'amélioration de la compréhension des règles de gouvernance et leur mise en œuvre nécessitent en particulier l'implication des acteurs clés actifs dans le développement des pratiques de gouvernance à adopter. En effet, selon lui, «les administrateurs font partie de ces acteurs et jouent un rôle important en tant que membres de conseils d'administration notamment grâce à leur implication à des lobbies, des associations professionnelles voire à la haute administration publique» (Del Vecchio, 2010).

Dans une étude intitulée "Multiple directorships, board characteristics and firm performance in Malaysia, Latif *et al* (2013) examinent l'ampleur des pratiques de multiples mandats dans les sociétés malaisiennes cotées en bourse et évaluent l'effet de plusieurs caractéristiques du conseil d'administration sur la performance des entreprises. Les résultats montrent que 90% des administrateurs des sociétés malaisiennes cotées en bourse ont entre 1 à 3 mandats et les multiples mandats qu'ils détiennent, affectent positivement la performance financière des entreprises, mais pas de manière significative. Ils constatent aussi que la propriété familiale, la présence d'anciens officiels du gouvernement, les fondateurs siégeant à des conseils et des plus jeunes administrateurs ont une influence significative sur la performance des firmes.

Chiranga & Chiwira (2014) abondent dans le même sens en constatant une relation positive, mais non significative entre les administrateurs ayant plusieurs mandats et la performance financière mesurée par le rendement des actifs. Par contre, ils obtiennent une relation négative quand celle-ci est mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE).

Pombo et Gutiérrez (2011) évaluent l'effet de la structure du conseil d'administration comprenant des administrateurs externes et le rôle des administrateurs siégeant sur plusieurs conseils et les administrateurs occupés sur le rendement des actifs des entreprises dans un environnement sans réglementation et l'adoption volontaire des meilleures pratiques des entreprises. Les résultats de cette étude montrent une relation positive à la fois entre le pourcentage des administrateurs externes, et le degré des administrateurs siégeant sur plusieurs conseils avec le rendement des actifs des firmes. Ils constatent que les administrateurs externes occupés se sont avérés être les principaux moteurs de l'amélioration de la performance des entreprises. Les offres d'emploi étrangères sont endogènes pour consolider la structure de propriété.

3.2.2 Effet négatif du cumul de mandats des administrateurs sur la performance

Hashim et Rahman (2003) examinent l'impact des administrateurs ayant plusieurs mandats dans les conseils sur la performance des entreprises notamment dans une économie émergente. Les résultats de cette étude, en utilisant un échantillon de 554 firmes australiennes, montrent que le cumul de mandats par les administrateurs a un effet négatif sur la performance de l'entreprise et dépend du niveau de responsabilité des administrateurs dans le conseil selon les caractéristiques et la taille de l'entreprise et aussi de leur capacité à exercer leurs tâches.

Dans leur étude à travers un échantillon de 1207 observations couvrant la période de 1998 à 2003, Ahn *et al* (2010) cherchaient à déterminer le lien entre le cumul des mandats des administrateurs et les décisions majeures d'investissement telles que les fusions et les acquisitions. Ils estiment que le cumul des mandats des administrateurs a un effet sur la qualité de contrôle des administrateurs et par conséquent influence les décisions d'acquisition. En outre, ils constatent que les acquisitions destructives de valeur sont probablement motivées par la faiblesse de contrôle résultant des conflits d'agence. Ils montrent que, lorsque les administrateurs détiennent beaucoup de sièges dans les conseils, ils deviennent trop occupés et moins efficaces. Cette situation les rend plus susceptibles d'effectuer des acquisitions qui réduisent la valeur de l'entreprise et donc leur rendement.

Kiel & Nicholson (2006) ont réalisé une étude intitulée " Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies". Ils cherchent, d'une part à déterminer si le cumul des mandats pose un sérieux problème pour les sociétés cotées en Australie, et, d'autre part, étudient les liens entre les administrateurs détenant plusieurs mandats dans les conseils d'administration et la performance des entreprises. Sur la base d'un échantillon de 1326 entreprises australiennes, les auteurs concluent que l'incidence de plusieurs mandats des administrateurs dans des sociétés cotées en Australie sur la performance des entreprises est faible. Ils constatent aussi que la charge de travail est souvent inférieure à celle associée aux mandats exercés dans des sociétés non apparentées.

De son côté, Voordeckers *et al.* (2008) examinent les avantages théoriques et les inconvénients du cumul des mandats dans un environnement de PME en tenant compte des effets modérateurs d'un directeur général occupé et de la taille des entreprises avec un échantillon de 624 entreprises belges. Ils montrent qu'un conseil d'administration occupé a un effet positif significatif sur la performance des

entreprises lorsque le PDG est également occupé. Néanmoins, il n'est pas significatif pour les petites entreprises. Ces résultats laissent croire aussi que le PDG occupé a un impact négatif et significatif sur la performance de l'entreprise compte tenu de son temps alloué à d'autres conseils. Par contre, cet effet négatif est diminué par un conseil occupé⁴ et la taille de l'entreprise. Donc, si un grand nombre d'administrateurs est occupé, un PDG occupé paraît plus désavantageux à la performance des entreprises. D'où, lorsque les activités du conseil augmentent, ceci entraîne une réduction de l'importance de l'effet négatif du PDG occupé sur la performance des entreprises.

« Le cumul d'autres mandats d'administrateurs influe le pouvoir de contrôle du conseil d'administration. En effet, le cumul fait alourdir la charge de l'administrateur et diminuer sa disponibilité dans la firme. L'administrateur devient, dès lors, moins disponible dans le conseil et risque de ne pas trouver le temps nécessaire pour prendre connaissance des nouvelles de la firme. Le cumul de mandats diminue ainsi, l'efficacité des administrateurs dans l'accomplissement de leurs tâches et dans le contrôle du processus comptable et financier » (Feki & Khoufi, 2008)

Sharma and Iselin (2012) examinent la relation entre les anomalies financières découlant, d'une part, de plusieurs mandats exercés par les membres du comité d'audit et, d'autre part, de la durée du mandat de tels membres après la loi Sarbanes-Oxley, dans le contexte américain. D'après les conclusions de cette étude, il existe une association positive entre les anomalies financières et les multiples mandats détenus par les administrateurs après la loi Sarbanes-Oxley en raison de l'étendue de la responsabilité du comité d'audit. Il semble que ces mandats nuisent à l'efficacité des administrateurs à effectuer leurs tâches dans le comité d'audit. Ils estiment que les

⁴ Selon Chen (2008) un conseil est occupé, lorsque 50 % ou plus des administrateurs sont occupés.

administrateurs siégeant sur plusieurs conseils peuvent être trop occupés pour superviser avec promptitude le processus d'information financière.

Récemment, dans une étude intitulée "The Impact Of Audit Committee Multiple-Directorships On Earnings Management : Evidence From France" Baccouche *et al* (2013), étudient l'effet du cumul de mandats des administrateurs du comité d'audit sur la gestion des résultats, avec un échantillon de 88 entreprises françaises. Ils montrent que, lorsque les membres du comité d'audit détiennent trop de sièges sur plusieurs comités ou conseils d'administration, ils ne peuvent pas assurer un suivi efficace de la gestion des résultats. Avec cette accumulation de nombreux mandats, le temps disponible des membres du comité d'audit sera réduit et ces derniers seront plus occupés et incapables de contrôler le comportement discrétionnaire des gestionnaires de manière efficace et de limiter les pratiques de gestion des résultats. Les auteurs concluent que la gestion des résultats dans les entreprises françaises est influencée beaucoup plus, par le manque de temps que les membres du comité d'audit occupé ont consacré dans leurs tâches de surveillance, que par la réputation et l'expertise acquise grâce au cumul de mandats extérieurs.

Imreorowa et Kollin (2013) étudient les incidences et les déterminants de plusieurs mandats détenus par les administrateurs et les causes relatives à l'existence du cumul de ces mandats. Cette étude a été réalisée en Suède avec un échantillon de 1421 entreprises suédoises. Les résultats montrent qu'il y a trois causes de l'existence de plusieurs mandats :

i) la première est la possibilité de mettre en réseau les administrateurs ayant plusieurs mandats ; ce qui renforce leurs relations.

ii) la deuxième est la demande excédentaire des administrateurs qualifiés ou la rareté des administrateurs qualifiés ; cela entraîne comme conséquence des imperfections du marché.

iii) la troisième est la possibilité pour les administrateurs d'obtenir une réputation ou avoir une influence et donc s'engager dans la construction de l'entreprise.

Vigliano et Barré (2010) examinent les liens qui existent entre les dirigeants par le biais de leurs mandats d'administrateurs et vérifient si ces liens ont une influence sur la rémunération des dirigeants. Les résultats de cette recherche montrent que, en France, le réseau du dirigeant conditionne la rémunération de celui-ci. Cette recherche confirme ainsi, que l'analyse des déterminants liés à la théorie de l'agence n'est pas suffisante pour expliquer les variations des rémunérations des dirigeants. L'introduction d'une variable liée au réseau du dirigeant (la contrainte agrégée) a montré sa contribution significative au modèle, améliore la connaissance de ce qui détermine la rémunération des dirigeants.

Iturriaga et Rodriguez (2014), dans leur étude " Boards of directors and firm performance : the effect of multiple directorships " examinent l'effet des multiples mandats des administrateurs sur la valeur et la performance de l'entreprise dans le contexte espagnol, soit un échantillon de 105 entreprises. Les résultats de cette recherche montrent qu'il y a une relation non linéaire due à la combinaison d'un effet de réputation et un effet de consécration entre les administrateurs détenant plusieurs mandats et la performance des entreprises cotées espagnoles entre 2007 et 2009. D'une part, l'effet de réputation s'explique par le fait qu'un administrateur qui siège sur plusieurs conseils d'administration a une capacité avérée à fournir des idées et des conseils utiles qui permettront d'accroître la demande de ses services à titre d'administrateur indépendant et aura un impact positif sur la performance de

l'entreprise. D'autre part, l'effet de consécration prévaut qu'un administrateur appartenant à de trop nombreux conseils ne peut pas remplir convenablement ses fonctions en raison des engagements, avec des contraintes de temps; ce qui entraînerait une détérioration de la performance de l'entreprise.

Baccouche et Omri (2014) étudient l'impact de plusieurs mandats détenus par les administrateurs sur la gestion des résultats. Cette recherche a été faite dans le contexte français en utilisant un échantillon de 90 sociétés cotées en bourse. Les auteurs ont conclu que le cumul de mandats par les membres du conseil d'administration peut conduire à un niveau supérieur de gestion des résultats, tel que mesuré par l'ampleur des ajustements discrétionnaires. Ainsi, les résultats prouvent que le conseil d'administration ne peut pas dissuader la gestion des résultats de manière efficace lorsque ses membres ont tenu plusieurs mandats extérieurs supplémentaires.

Récemment, Roudaki *et al.* (2015), cherchent d'une part à identifier les déterminants des entreprises ayant des administrateurs siégeant sur plusieurs conseils d'administration et, d'autre part, examinent si cela affecte la performance des entreprises. Ils ont utilisé un échantillon de 276 firmes néo-zélandaises et 1783 administrateurs. Les résultats de cette recherche montrent que les entreprises néo-zélandaises sont fortement liées entre elles et que, lorsque les administrateurs ont plusieurs mandats, cela entraîne un impact négatif sur la performance de ces entreprises. Fich & Shivdasani (2006) abondent dans le même sens, puisqu'ils trouvent une relation négative et significative entre la présence des administrateurs ayant plusieurs mandats et la performance. Ils constatent que les entreprises qui siègent ces administrateurs ont tendance à réaliser des rendements plus faibles que celles qui ont des conseils occupés.

La littérature a suggéré que les administrateurs indépendants qui siègent sur plusieurs conseils pourraient rencontrer des difficultés à cause d'un problème de temps. C'est ce qui les empêcherait à exercer leur contrôle afin de protéger les intérêts des actionnaires face au comportement opportuniste des gestionnaires. Une telle situation entraînerait une détérioration de la performance de l'entreprise. Nous pensons, en effet, que ce manque de temps pourrait être totalement compensé par la contribution de ces administrateurs au conseil d'administration en termes de leurs compétences, leurs expériences et leurs connexions politiques. Nous estimons que l'apport de ces cadres serait plus significatif qu'un nombre d'heures allouées au conseil ; ce qui pourrait rendre l'entreprise plus crédible face à ses concurrents et entraînerait une amélioration de sa performance.

Nous pensons que cette question n'a pas encore fait l'objet de beaucoup d'études dans le contexte canadien. En effet, malgré les différentes positions antagoniques, nous nous proposons de tester l'hypothèse d'une relation positive entre la présence d'administrateurs indépendants siégeant sur plusieurs conseils et la performance financière des sociétés au Canada.

Donc nous formulons notre hypothèse de la façon suivante :

H₂: La présence des administrateurs indépendants ayant un cumul de mandats a un effet positif sur la performance financière des entreprises au Canada.

Nous avons à notre disposition un échantillon de sociétés canadiennes cotées sur la Bourse de Toronto afin de tester les deux hypothèses de notre recherche. Le chapitre suivant traitera la méthodologie qui sera utilisée.

CHAPITRE IV

CADRE MÉTHODOLOGIQUE

Cette étude nous permettra de bien cerner l'impact de la présence d'administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats sur la performance financière des sociétés au Canada. Dans ce chapitre, nous nous pencherons sur la constitution de l'échantillonnage en ce qui concerne les sociétés canadiennes et les conseils d'administration qui seront étudiés. Nous aurons soin de bien définir les critères qui ont servi de base au choix de l'échantillon et les paramètres ou variables qui seront analysés ainsi que la méthode statistique ou le logiciel qui sera utilisé pour faire l'analyse et le traitement des données.

Pour atteindre l'objectif de la présente recherche, nous avons utilisé un échantillon provenant des sociétés canadiennes cotées à la Bourse de Toronto qui sont soumises à la réglementation canadienne en matière de gouvernance.

Nous avons identifié une mesure qui n'est pas beaucoup utilisée dans la littérature pour mesurer la performance. Il s'agit du résultat par action. Nous avons repris deux mesures traditionnelles de la littérature pour confirmer cette relation telles que la rentabilité des actifs/Return on Asset (ROA), et la rentabilité des capitaux propres/Return on Equity (ROE). Pour ce qui concerne les autres variables, nous avons eu recours aux mesures souvent utilisées dans les études antérieures comme l'indépendance, la taille du conseil, l'endettement, la diversité en genre du conseil, etc.

4.1 Présentation de l'échantillon

Notre étude porte sur un échantillon de 99 sociétés cotées, inscrites à la Bourse de Toronto (TSX) et font partie de l'indice S&P/TSX COMPOSITE. Ces sociétés sont répertoriées à travers différents secteurs de l'économie canadienne : Transport, Construction, Télécommunications, immobilier, Technologie et Informatique, Électrotechnique, Agro-industrie, Transformation/Fabrication, Services, Gros et détails, etc.

Nous avons pris le soin de définir plusieurs critères pour la sélection des entreprises qui doivent constituer l'échantillonnage de notre travail de recherche. Le choix de ces critères a tenu compte du fait que la démarche méthodologique adoptée veut s'assurer que :

- i) les entreprises font partie des secteurs mentionnés ci-dessus dans la base de données et que les caractéristiques telles que la taille du conseil, l'indépendance des administrateurs, la diversité en genre du conseil sont identifiées ;
- ii) le nombre de mandats détenus par les administrateurs est indiqué dans la base de données ;
- iii) les entreprises sélectionnées contiennent des données financières disponibles durant la période de notre étude.

Pour faire le choix de cet échantillon, nous avons procédé à l'élimination de certaines sociétés compte tenu de l'objectif poursuivi dans cette recherche. Nous avons en effet,

exclu les institutions financières, les banques, les compagnies d'assurance qui sont soumises à certains principes comptables et de gouvernance qui sont de nature particulière. Sont exclues également de l'échantillon, les entreprises minières, car elles bénéficient des exemptions fiscales du fait que la mesure de rendement de performance que nous avons utilisée est le résultat par action après impôt.

4.2 Sources de données

Les bases de données que nous avons explorées sont celles de SEDAR qui contiennent des informations financières des grandes entreprises canadiennes cotées à la Bourse de Toronto et celles de BoardEx qui traitent des informations sur les conseils d'administration, notamment la taille, l'indépendance des administrateurs, le nombre de sièges détenu par les administrateurs. Cette étude s'étale sur la période allant de 2011 à 2015.

4.3 Modèle empirique

Pour effectuer les tests sur les hypothèses formulées dans cette étude, nous nous proposons d'estimer notre modèle par la méthode des moindres carrés ordinaires en utilisant le logiciel SPSS 24.

Rappelons que ces hypothèses sont les suivantes :

H₁: La présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration a un effet positif sur la performance financière des entreprises canadiennes.

H₂: La présence d'administrateurs indépendants ayant un cumul de mandats a un effet positif sur la performance financière des entreprises canadiennes.

Le modèle est présenté à partir de l'équation suivante :

$$\text{PERFORM} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

Où PERFORM désigne la Performance financière des sociétés mesurées à partir de ces trois indicateurs: le RPA, étant la variable dépendante principale de notre modèle et les deux autres variables le ROE et le ROA sont des variables secondaires.

Ces trois indicateurs sont présentés à partir des équations suivantes :

$$\text{RPA} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

Où

RPA : Résultat par action

ROA : Return on Asset/ Rendement sur les actifs

ROE : Return on Equity/ Rendement sur les capitaux propres

COBO : Cours boursiers

INDAD : Proportion des administrateurs indépendants

MULM : Multiples mandats

TACA : Taille du conseil d'administration

ENDET	: Endettement
DIVC	: Diversité en genre du conseil
β_0	: une constante
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: les paramètres à estimer
ε	: le terme d'erreur

Pour effectuer les tests sur les hypothèses susmentionnées, nous allons prendre en considération, non seulement les variables "indépendance du conseil et multiples mandats" qui représentent les deux variables indépendantes de notre modèle, mais aussi des variables étrangères qui pourraient influencer sur la performance.

4.4 Définition et mesures des variables

Rappelons que notre but est d'évaluer l'impact de la présence des administrateurs indépendants sur la performance financière des sociétés au Canada.

La variable dépendante est la performance financière. D'une part, elle sera expliquée par les variables explicatives de notre modèle " Indépendance du conseil, Multiples mandats » qui sont deux caractéristiques du conseil d'administration et par les cours boursiers qui représentent une variable financière dépendant des décisions du marché. D'autre part, il sera tenu compte des variables étrangères qui influent sur la performance financière telle que la taille du conseil, l'endettement, la diversité en genre du conseil.

4.4.1 Variable dépendante : Performance financière (PERFORM)

La performance financière est la variable dépendante de notre modèle. Contrairement aux études antérieures où les auteurs utilisaient la rentabilité des actifs (ROA) et la rentabilité des capitaux propres (ROE) comme indicateurs de performance financière, nous allons utiliser aussi dans cette recherche, le résultat par action (RPA) comme proxy. C'est un indicateur utilisé pour apprécier la performance d'une entreprise d'une part, et la valeur de l'action, d'autre part. Il est calculé en faisant le rapport entre le résultat net de l'exercice attribuable aux actionnaires ordinaires et le nombre moyen pondéré d'actions en circulation au cours de l'exercice.

La formule se présente ainsi :

Résultat par action = Résultat net attribuable aux actionnaires ordinaires / nombre pondéré d'actions en circulation.

Bien qu'il existe des sociétés canadiennes cotées en bourse qui sont exonérées d'impôts, nous avons porté notre choix sur celles qui ne bénéficient pas de cet avantage afin d'assurer que leur résultat par action a été déterminé sur une même base.

Nous allons aussi voir si le modèle fonctionne aussi avec ces deux variables traditionnelles de performance "le ROA et le ROE".

Le ROA représente la rentabilité des actifs. Il mesure la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices par le biais de son actif. Il est calculé en faisant le rapport entre le résultat net et le total des actifs.

Le ROE représente la rentabilité des capitaux propres. Il mesure la capacité de l'entreprise à générer des bénéfices au moyen des capitaux propres. Il est calculé en faisant le rapport entre le résultat net et les capitaux propres.

4.4.2 Variables indépendantes

Dans cette sous-section, nous allons présenter les variables explicatives de notre modèle. L'indépendance du conseil et les multi mandats représentent les deux variables sur lesquelles nous avons formulé nos deux hypothèses de recherche, et l'autre, une variable financière "cours boursiers" liée aux décisions du marché qui peut influencer la performance financière.

a) Indépendance du conseil

La présence des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration est considérée comme une variable selon l'hypothèse H_1 qui pourrait avoir un impact sur la performance financière des sociétés canadiennes.

Pour confirmer ou non l'hypothèse de recherche liée à cette variable, nous avons analysé les conseils d'administration à travers les bases de données de BoardEx, déterminé le pourcentage d'administrateurs indépendants qui occupent un siège dans ces conseils et ensuite associé ces données à celles des autres pour en tirer la conclusion.

La variable de mesure pour l'indépendance des administrateurs (INDA) sera contrôlée par la proportion du nombre d'administrateurs dans le conseil d'administration.

D'où, Proportion des administrateurs indépendants = Nombre des administrateurs indépendants / Nombre total des administrateurs siégeant au conseil d'administration.

En outre, après avoir déterminé cette proportion, nous avons recodé cette variable en créant une variable dichotomique qui prend la valeur 1 pour toute proportion supérieure ou égale à 67 % compte tenu qu'elle représente les 2/3 des administrateurs indépendants dans le conseil et 0 si cette proportion est inférieure à ce chiffre.

b) Multiples mandats

Pour confirmer ou non l'hypothèse liée à cette variable, notre démarche consiste à analyser et à déterminer le pourcentage d'administrateurs externes occupés afin d'être en mesure de dire si le conseil d'administration est occupé. Cette mesure est utilisée dans la littérature pour capter les multiples mandats détenus par les administrateurs. Elle est calculée en faisant le rapport entre le nombre d'administrateurs occupés et le nombre total d'administrateurs dans le conseil. En effet, les administrateurs sont considérés comme étant occupés lorsqu'ils siègent dans au moins trois conseils d'administration (Perry et Peyer, 2005 ; Chen, 2008).

Ensuite, nous nous référons à une autre mesure utilisée par ces auteurs pour déterminer un indicateur montrant que le conseil est occupé. Selon eux, lorsqu'au moins 50% ou plus des administrateurs externes sont occupés, le conseil est occupé.

Sur cette base, nous créons une variable dichotomique comme celle utilisée par Fich & Shivdasani (2006), en lui attribuant la valeur 1 si au moins 50% des administrateurs sont occupés et 0 si la proportion est inférieure à 50%.

c) Cours boursiers

Dans cette étude, nous incluons une variable financière autre que celles qui correspondent aux caractéristiques du conseil d'administration pour voir si elle influe sur la performance financière des entreprises. Il s'agit des cours boursiers qui peuvent être, soit à la hausse, soit à la baisse suite aux décisions stratégiques du conseil. En effet, une hausse des cours boursiers pourrait mettre l'entreprise dans une situation de confiance. Cela lui permettrait d'avoir un gain de réputation sur le marché, d'être plus pérenne et pourrait être à l'origine de la création de valeur pour les actionnaires. Le conseil d'administration, en tant que mécanisme de contrôle, a pour mission non seulement de contrôler les dirigeants et de protéger les intérêts des actionnaires mais aussi de jouer un rôle d'avant-garde dans l'élaboration des plans stratégiques et leur mise en œuvre (Fama & Jensen, 1983).

Dans cette optique, notre démarche consiste à vérifier si le conseil dans son rôle stratégique apporte sa contribution aux termes des décisions qu'il peut prendre notamment celles qui peuvent influencer les cours boursiers en vue d'améliorer la performance des entreprises.

Nous avons collecté les cours boursiers sur le site "web.tmxmoney.com". Ils représentent la valeur des titres sur le marché boursier. Ils sont mesurés en unités monétaires.

4.4.3 Variables de contrôle

Afin d'avoir un modèle plus complet, nous avons eu recours à certaines variables étrangères telles que la taille du conseil d'administration, l'endettement, la diversité en genre du conseil. Ces variables pourront aussi avoir une influence sur la performance financière.

a) La taille du conseil d'administration

La taille représente aussi une caractéristique importante du conseil d'administration qui pourrait influencer la performance des entreprises.

Certaines études révèlent que, lorsque la taille augmente, cela peut influencer sur l'efficacité de la participation des membres du conseil. En effet, Godard (2001) pense que plus la taille des conseils est grande, moins les membres auront la possibilité de trouver une entente sur des grandes décisions. Mais, par contre, Jensen (1993) affirme que l'efficacité du conseil d'administration est directement liée au choix d'une taille appropriée. Donc, lorsque sa taille est petite, celle-ci peut aider à améliorer le fonctionnement des conseils. Cependant, elle ne peut pas à elle seule influencer sur la performance des firmes. Uadiale (2010) conclut que la taille a un impact positif sur la performance financière. Par contre, Bouaziz & Triki (2012) constatent l'existence d'une relation négative entre la taille du conseil et la performance financière de l'entreprise.

Les lignes directrices de la Bourse de Toronto soulignent la nécessité du conseil d'administration à examiner sa taille et à mesurer l'impact du nombre

d'administrateurs sur l'efficacité du conseil pour les sociétés cotées canadiennes. En ce sens, nous allons associer la taille du conseil d'administration avec d'autres variables pour voir son impact sur la performance des firmes. Elle sera mesurée par le nombre d'administrateurs siégeant dans le conseil (TACA).

b) L'endettement

Nous utilisons la variable de contrôle "Endettement" (ENDET) afin de mesurer l'effet de la dette sur la performance des sociétés.

Selon la théorie de l'agence, la dette représente un élément important dans la gestion des conflits d'agence. Jensen (1986) constate que la dette peut jouer un rôle important dans la limitation, réduction des conflits ou problèmes d'agence entre les gestionnaires et les actionnaires. Elle peut aider les responsables à dépenser avec rationalité et les rendre plus efficaces dans leur gestion. Par contre Myers (1977) soutient que l'endettement peut donner lieu à une augmentation des coûts d'agence entre les actionnaires et les créanciers.

La variable "ENDET" sera considérée comme une variable de contrôle dans notre modèle. Elle permettra d'avoir un modèle plus complet lors de la régression pour éviter tout risque de biais. Elle sera mesurée par le ratio d'endettement calculé à partir de la formule suivante :

Ratio d'endettement = Dettes totales/ Actif total

c) Diversité du conseil d'administration

La présence d'hommes et de femmes dans les conseils, et, notamment des administrateurs ayant des professions et des expériences différentes peuvent expliquer la diversité observée dans les conseils d'administration. Dans cette étude, nous nous penchons sur la diversité en genre du conseil comme l'une des variables étrangères couramment utilisée dans les études antérieures qui influe sur la performance des entreprises.

La diversité en genre dans les conseils d'administration est rendue possible selon Sigh *et al* (2008), grâce au profil des femmes fraîchement nommées qui possèdent une grande qualification et qui sont très compétentes compte tenu du cumul d'expériences qu'elles détiennent dans les conseils. Cela leur permet selon ces auteurs d'occuper valablement un poste d'administrateur dans les conseils. Selon Hili et Affes (2013), l'entreprise pourrait profiter d'une réduction de sa dépendance et d'un gain de ressources, si elle sélectionne un administrateur influent et compétent devant siéger dans le conseil. Cela contribue à la rendre plus légitime, crée un climat plus attrayant dans le conseil et facilite une plus grande diversité dans la prise de décisions.

De son côté, Francoeur (2016) estime que le processus décisionnel pourrait être amélioré grâce à la création de groupes hétérogènes et par conséquent contribuerait à une meilleure performance financière. Selon lui, la diversité en genre dans le conseil d'administration rend les entreprises plus concurrentielles sur les marchés. M'hamid *et al* (2011) abondent dans le même sens. Ils constatent que la présence des femmes dans les conseils d'administration améliore la performance. Selon Gargouri *et al* (2010), la diversité en genre augmente l'indépendance des administrateurs, ce qui leur permettra de limiter le comportement opportuniste du gestionnaire notamment dans la gestion des résultats.

Pour capturer la diversité du conseil d'administration, nous nous référons à l'étude de Hifi & Affes (2013). Ces auteurs ont utilisé une variable dichotomique adoptée par Ye *et al.* (2010) et krishnan et Parsons (2008) en attribuant la valeur 1 s'il y a présence des femmes dans le conseil d'administration et 0 dans le cas contraire.

Ce chapitre nous a permis de présenter la démarche méthodologique de notre recherche associée à la collecte et au traitement des données, ainsi que les variables qui seront utilisées dans notre modèle de régression. Etant donné que nous avons trois indicateurs de performance, nous avons effectué les tests statistiques sur trois modèles. Le chapitre suivant sera consacré à la présentation des principaux résultats et analyses qui seront dégagés à travers les différents tests statistiques.

CHAPITRE V

RÉSULTATS ET ANALYSES

Dans ce chapitre, nous présentons les différents résultats des trois modèles et leur interprétation.

Dans un premier temps, nous allons analyser les données collectées en présentant l'échantillon final de notre étude, les entreprises par secteurs d'activités, la fréquence de l'indépendance des administrateurs dans le conseil, la fréquence des administrateurs occupés, la fréquence de la diversité en genre du conseil, la répartition de la taille du conseil en fonction de l'échantillon et ensuite les statistiques descriptives des paramètres des trois modèles.

En second lieu, nous allons présenter et analyser les résultats des différents modèles.

5.1 Présentation des statistiques descriptives

Dans cette section, nous allons présenter et analyser les statistiques descriptives de notre recherche. Après avoir collecté les données, nous avons utilisé le logiciel SPSS pour faire la régression. Les statistiques descriptives sont présentées dans les tableaux 5.1 à 5.7.

5.1.1 Présentation de l'échantillon

Le tableau 5.1 présente l'échantillon de notre étude. Le nombre d'entreprises collectées se chiffre à 101. Nous avons enlevé 2 d'entre elles qui présentent des données aberrantes. La première ne dispose pas de données pendant les années étudiées pour les variables dépendantes de notre modèle, et la deuxième affiche un rendement sur le capital investi négatif d'environ -2200% durant la quatrième année. Donc, l'échantillon final est composé de 99 entreprises.

Tableau 5.1
Sélection de l'échantillon

Échantillon	Nombre
Entreprises collectées	101
Entreprises ayant des données aberrantes	2
Entreprises sélectionnées	99

Source: Construction de l'auteur à partir des données collectées.

5.1.2 Ventilation des entreprises par secteur d'activité

Le tableau 5.2 présente les entreprises par secteur d'activités. Nous avons répertorié 9 secteurs. Celui de l'immobilier compte environ 20 entreprises, soit le secteur le plus représentatif de l'échantillon.

Tableau 5.2

Ventilation des entreprises par secteur d'activités

Secteurs d'activités	Nombre
Industries	18
Immobiliers	20
Construction	2
Transports et Services publics	8
Commerce/gros et détail	12
Services	17
Communication et média	12
Technologie de l'information	5
Transformation de produits alimentaires	5
Total	99

Source : Construction de l'auteur à partir des données collectées.

5.1.3 Fréquence de l'indépendance des administrateurs dans le conseil

Dans cette étude, nous déterminons l'indépendance des administrateurs en tenant compte de la proportion des 2/3 soit 67 % siégeant dans le conseil. Dans le cas contraire, il n'y a pas lieu d'indépendance. (Voir tableau 5.3).

Tableau 5.3

Fréquence de l'indépendance des administrateurs dans le conseil

Indépendance du conseil	Fréquence	%	% cumulé	Remarques
Indépendants	77	78	78	Proportion \geq 67%
Non indépendants	22	22	100	Proportion $<$ 67%
Total	99	100		

Source : Construction de l'auteur à partir des données collectées.

5.1.4 Fréquence des administrateurs occupés/ conseils occupés

Rappelons que selon la méthodologie, un conseil est occupé lorsque les trois situations se présentent ainsi:

- les administrateurs ont au moins trois mandats ;
- les administrateurs sont occupés, s'ils siègent dans au moins 3 conseils.
- un conseil est occupé si au moins les 50% des administrateurs sont occupés.

Tableau 5.4

Fréquence des administrateurs occupés/ conseils occupés

Occupation du conseil	Fréquence	%	% cumulé	Remarque
Conseil occupé	10	10	10	Proportion \geq 50
Conseil non occupé	89	90	100	Proportion < 50%
Total	99	100		

Source : Construction de l'auteur à partir des données collectées.

5.1.5 Fréquence de la diversité en genre du conseil d'administration

Dans cette étude, la présence d'au moins une femme dans le conseil implique qu'il est diversifié. Par contre, s'il n'y a pas de femmes, nous concluons que le conseil ne l'est pas. (Voir tableau 5.5).

Tableau 5.5

Fréquence de la diversité en genre du conseil d'administration

Diversité	Fréquence	%	% cumulé	Remarque
Présence de femmes dans le conseil	85	86	86	
Absence de femmes dans le conseil	14	14	100	
Total	99	100		

Source : Construction de l'auteur à partir des données collectées

5.1.6 Répartition de la taille de l'échantillon

Nous constatons que deux entreprises disposent d'une taille assez grande, soit 16 administrateurs dans le conseil. Cependant, il y a deux autres pour lesquelles siègent cinq administrateurs sur le conseil. (Voir tableau 5.6).

Tableau 5.6

Répartition de la taille de l'échantillon

Nombre d'administrateurs membres du conseil	Fréquence	%	% cumulé	Remarque
16	2	2	2	
15	2	2	4	
14	5	5	9	
13	5	5.10	14.10	
12	11	11.11	25.21	
11	8	8.10	33.31	
10	11	11.11	44.42	
9	17	17.17	61.59	
8	14	14.14	75.73	
7	16	16.16	91.89	
6	6	6.10	97.99	
5	2	2	100	
Total	99	100		

Source : Construction de l'auteur à partir des données collectées.

5.1.7 Présentation des statistiques descriptives des modèles

Le tableau 5.7 présente les statistiques descriptives des trois modèles définis dans la méthodologie.

Les résultats nous indiquent que certaines entreprises canadiennes cotées à la Bourse de Toronto ont un résultat par action très faible. Certaines d'entre elles accusent un résultat négatif. Le résultat minimal se chiffre à -11.18 dollars. Il est compris entre (-11.18 et 25.64 dollars par action) avec une moyenne d'une valeur de 1.76 dollar.

Le rendement sur les actifs investis de certaines entreprises est très faible. Par exemple, durant l'année 2011, il y a eu une entreprise qui accuse un rendement négatif de (-0.8156). Ce rendement se trouve entre (-81.56% et 163%) et une moyenne aussi faible de 5.10%.

S'agissant du rendement sur les capitaux propres investis, pour certaines entreprises, il est très faible soit (-2.33) représentant un ratio de -233%. Néanmoins, pour d'autres entreprises, ce rendement est élevé. En effet, le rendement maximum est de 7,70 soit un ratio de 770% et une moyenne très faible par rapport à ce ratio égal à 15.29%.

Les statistiques descriptives montrent que les cours boursiers atteignent une valeur maximale de 539 dollars, tandis que la moyenne de ces derniers se chiffre à 37,77 dollars. Ceci signifie que, sur le plan stratégique, le conseil d'administration a joué un rôle important afin de permettre à l'entreprise d'avoir une plus grande réputation sur le

marché boursier, compte tenu de ses décisions stratégiques dans la perspective de créer de la valeur.

Les résultats montrent que l'indépendance des membres du conseil d'administration, en moyenne, est respectée à environ 75.57 % par les entreprises canadiennes cotées sur la Bourse de Toronto. Il a été observé que certaines de ces entreprises sont composées uniquement d'administrateurs indépendants. A l'autre extrême, les conseils de certaines entreprises ne comptent que 33% de ces administrateurs.

Dans plusieurs de ces entreprises, siègent des administrateurs ayant plusieurs mandats. Les résultats montrent en effet qu'en moyenne 25.40% de ces administrateurs détiennent au moins trois mandats. Il en résulte donc qu'avec ces multiples mandats, le conseil devient occupé. Cela peut aussi influencer sur la performance financière des entreprises. Il faut signaler également que certaines entreprises ont 75% de leurs administrateurs avec au moins trois mandats. Néanmoins, on trouve des entreprises dont les conseils n'ont aucun administrateur, ne disposent de trois mandats.

Pour ce qui concerne la taille du conseil, les entreprises de notre étude présentent un conseil avec une taille moyenne de 9 administrateurs. Elle varie entre un minimum de 5 et un maximum de 16 administrateurs dont 86% des entreprises disposent d'au moins une femme dans leur conseil d'administration.

Tableau 5.7
Statistiques descriptives des paramètres des trois modèles

Variables	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Écart-type
RPA	495	-11.18	25.64	1.76	2.51
ROA	495	-81.56	163.00	5.10	11.55
ROE	495	-233.00	770.00	15.29	57.99
COBO	495	0.00	531.79	37.77	45.54
INDAD	495	33.00	100.00	75.57	13.59
MULM	495	0.00	76.92	25.40	17.10
TACA	495	5.00	16.00	9.60	2.56
ENDET	495	0.00	277.40	55.93	24.90
DIVC	495	0.00	1.00	0.86	0.35

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

5.2 Conditions préalables pour faire la régression

La régression linéaire est soumise a priori à certaines conditions. Elle requiert un test de linéarité et de normalité et exige l'absence de problème d'autocorrélation, d'hétéroscédasticité, de multicolinéarité entre les variables indépendantes.

5.2.1 Vérification des conditions pour le modèle I

Nous allons analyser les résultats des tableaux 5.8 et 5.11 afin de voir si les conditions préalables susmentionnées au point 5.2 sont respectées et confirmer la validité du modèle I.

a) Analyse de l'absence d'autocorrélation

Les résultats montrent que la valeur statistique de Durbin-Watson est égale à 1.825. Cette valeur est comprise dans l'intervalle [1.8 ; 2.30]. Cela nous permet de conclure que les résidus ne sont pas autocorrélés. Il n'y a donc pas de problème d'autocorrélation. Donc nous respectons cette prémisse. (Voir tableau 5.11).

b) Analyse de l'absence de multicollinéarité

Compris entre l'intervalle [-1; 1], le coefficient de Pearson permet de vérifier ou de constater le niveau de corrélation entre deux variables. Ce test permet de confirmer ou non si les variables sont corrélées entre elles. La corrélation est forte quand le coefficient de Pearson est compris entre [0.5 ; 1] ou [-1 ; -0.5].

Le tableau 5.8 montre les corrélations entre les différentes variables du modèle. En effet, les résultats de ce test nous montrent que les corrélations entre les variables explicatives sont très faibles.

Pour appuyer notre conclusion, nous avons vérifié aussi la tolérance ou la VIF de chaque variable. Statistiquement, lorsque la tolérance est supérieure ou égale à 70 % ou la VIF est proche de 1, l'hypothèse d'absence de multicollinéarité est respectée. Dans ce modèle, les résultats confirment l'absence de multicollinéarité car les valeurs de la VIF sont proches de 1. Donc cette condition est respectée.

Tableau 5.8
Corrélations de Pearson / Variable dépendante : RPA

C. Pears	RPA	COBO	INDAD	MULM	TACA	ENDET	DIVC
RPA	1.000	0.424	-0.050	-0.048	0.082	-0.046	0.024
COBO	0.424	1.000	-0.033	-0.038	0.109	0.074	-0.011
INDAD	-0.050	-0.033	1.000	0.179	-0.113	-0.072	-0.077
MULM	-0.048	-0.038	0.179	1.000	0.145	0.114	0.136
TACA	0.082	0.109	-0.113	0.145	1.000	0.149	0.401
ENDET	-0.046	0.074	-0.072	0.114	0.149	1.000	0.134
DIVC	0.024	-0.011	-0.077	0.136	0.401	0.134	1.000

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS

c) Analyse de l'absence d'hétéroscédasticité.

Pour vérifier qu'il n'existe pas de problème d'hétéroscédasticité, nous nous référons aux nuages de points (figure 5.3; annexe p.104). Nous constatons que l'agglomération de points ne suit pas une courbe. De ce fait, nous affirmons qu'il n'y a pas de problème d'hétéroscédasticité et qu'il y a lieu de faire la régression.

d) Normalité et linéarité

En visualisant l'histogramme de la distribution des valeurs résiduelles (figure 5.1; annexe p.103), nous pouvons conclure que l'hypothèse de normalité de distribution des erreurs est respectée. Toutes les distributions sont proches de zéro.

Pour ce qui concerne la linéarité, en observant le graphique de dispersion de points (voir figure 5.3 ; annexe p.104), les points sont répartis aléatoirement autour de zéro. De même sur le tracé PP- normale de régression (figure 5.2 ; annexe p.104), nous constatons que les points ont tendance à se rapprocher de la droite. Ce qui fait ressortir que cette condition est aussi respectée.

Étant donné que toutes les prémisses sont respectées, nous pouvons dire que le modèle est valide.

5.2.2 Vérification des conditions pour le modèle II

Nous allons analyser les résultats des tableaux 5.9 et 5.12 afin de voir si les conditions préalables susmentionnées au point 5.2 sont respectées et confirmer la validité du modèle II.

a) Analyse de l'absence d'autocorrélation

Les résultats montrent que la valeur statistique de Durbin-Watson est égale à 2.071. Etant donné qu'elle se situe dans l'intervalle [1.8 ; 2.30], nous concluons que les résidus ne sont pas autocorrélés. À cet effet, il y a absence d'autocorrélation. (Voir tableau 5.12)

b) Analyse de l'absence de multicolinéarité

Le tableau 5.9 présente les corrélations entre les différentes variables du modèle II. Les résultats de ce test montrent que les corrélations entre les variables explicatives sont très faibles. Après avoir vérifié la tolérance ou la VIF de chaque variable, nous constatons que les valeurs de la tolérance sont de loin supérieures à 70 et celles de la VIF sont proches de 1. Sur la base de ces conclusions, nous confirmons que l'hypothèse d'absence de multicolinéarité est respectée.

Tableau 5.9

Corrélations de Pearson / Variable dépendante: ROA

C. Pears	ROA	COBO	INDAD	MULM	TACA	ENDET	DIVC
ROA	1.000	0.082	0.082	-0.012	0.100	-0.238	-0.077
COBO	0.082	1.000	-0.033	-0.038	0.109	0.074	-0.011
INDAD	0.082	-0.033	1.000	0.179	-0.113	-0.072	-0.077
MULM	-0.012	-0.038	0.179	1.000	0.145	0.114	0.136
TACA	0.100	0.109	-0.113	0.145	1.000	0.149	0.401
ENDET	-0.238	0.074	-0.072	0.114	0.149	1.000	0.134
DIVC	-0.077	-0.011	-0.077	0.136	0.401	0.134	1.000

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS

c) Analyse de l'absence d'hétéroscédasticité.

Nous constatons dans le graphique de nuages de points (figure 5.6 ; annexe p.106) que l'agglomération de points ne suit pas une courbe. Nous en déduisons qu'il y a absence d'hétéroscédasticité.

d) Normalité et linéarité

Nous observons dans l'histogramme de la distribution des valeurs résiduelles (figure 5.4 ; annexe p.105) que la prémisse de normalité de distribution des erreurs est respectée. Toutes les distributions sont proches de zéro. Donc la distribution est normale.

Pour la prémisses linéarité, nous constatons que les points ont tendance à se rapprocher de la droite. Cette condition est respectée.

Étant donné que toutes les prémisses sont respectées, nous pouvons dire que le modèle II est valide.

5.2.3 Vérification des conditions pour le modèle III

Nous allons analyser les résultats des tableaux 5.10 et 5.13 afin de voir si les conditions préalables susmentionnées au point 5.2 sont respectées et confirmer la validité du modèle III.

a) Analyse de l'absence d'autocorrélation

La valeur statistique de Durbin-Watson est égale à 2.003 et se situe dans l'intervalle [1.8 ; 2.30]. Donc, les résidus ne sont pas corrélés entre eux. Nous pouvons conclure qu'il n'y a pas de problème d'autocorrélation. (Voir tableau 5.13)

b) Analyse de l'absence de multicollinéarité

Le tableau 5.10 montre les corrélations entre les différentes variables du modèle III.

Après l'analyse des résultats du test de multicollinéarité, nous constatons que les variables indépendantes ne sont pas corrélées entre elles. La corrélation entre ces variables est très faible.

De plus, les résultats montrent que les valeurs de la tolérance dépassent largement les 70% requis pour que l'hypothèse d'absence de multicollinéarité soit respectée. Donc, nous confirmons qu'il n'y a pas de problème de multicollinéarité.

Tableau 5.10
Corrélations de Pearson / variable dépendante : ROE

C. Pears	ROE	COBO	INDAD	MULM	TACA	ENDET	DIVC
ROE	1.000	0.022	-0.028	0.089	0.095	0.115	0.002
COBO	0.022	1.000	-0.033	-0.038	0.109	0.074	-0.011
INDAD	-0.028	-0.033	1.000	0.179	-0.113	-0.072	-0.077
MULM	0.089	-0.038	0.179	1.000	0.145	0.114	0.136
TACA	0.095	0.109	-0.113	0.145	1.000	0.149	0.401
ENDET	0.115	0.074	-0.072	0.114	0.149	1.000	0.134
DIVC	0.002	-0.011	-0.077	0.136	0.401	0.134	1.000

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS

c) Analyse de l'absence d'hétéroscédasticité.

Le graphique de nuages de points montre que l'agglomération de points (figure 5.9 ; annexe p.108) ne suit pas une courbe. Donc il y a absence d'hétéroscédasticité.

d) Normalité et linéarité

Nous constatons dans l'histogramme de la distribution des valeurs résiduelles (figure 5.7; annexe p.107) que l'hypothèse de normalité de distribution des erreurs est respectée. Toutes les distributions sont proches de zéro. Donc la distribution est normale.

Pour ce qui concerne la linéarité, nous observons que les points ont tendance à se rapprocher de la droite. Donc cette prémisse est respectée.

Étant donné que toutes les prémisses sont respectées, nous pouvons dire que le modèle III est valide.

5-3 Analyse et interprétation des résultats

Rappelons que, dans cette étude, la variable dépendante est la performance financière. Elle se mesure par trois indicateurs : le résultat par action (RPA), le rendement sur les actifs (ROA) et le rendement sur les capitaux investis (ROE). Ces derniers sont présentés en trois modèles.

Modèle I :

$$\text{RPA} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

Modèle II :

$$\text{ROA} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

Modèle III :

$$\text{ROE} = \beta_0 + \beta_1 \text{COBO} + \beta_2 \text{INDAD} + \beta_3 \text{MULM} + \beta_4 \text{TACA} + \beta_5 \text{ENDET} + \beta_6 \text{DIVC} + \varepsilon$$

Nous avons réparti l'analyse des résultats en trois sections. D'abord, nous avons fait l'examen de l'effet de la présence des administrateurs indépendants et aussi celui des administrateurs ayant plusieurs mandats dans le conseil sur la performance des entreprises canadiennes, laquelle est mesurée par le résultat par action (RPA) de l'équation 1 à partir des résultats du premier modèle de régression. Ensuite, nous avons examiné l'effet de la présence des administrateurs indépendants et aussi celui des administrateurs ayant plusieurs mandats dans le conseil sur la performance des entreprises canadiennes mesurée par le rendement des actifs (ROA) de l'équation 2 sur la base des résultats du deuxième modèle de régression. En outre, nous avons examiné l'effet de la présence des administrateurs indépendants et aussi celui des administrateurs ayant plusieurs mandats dans le conseil sur la performance des entreprises canadiennes qui est mesurée par le rendement des capitaux investis (ROE) de l'équation 3 sur la base des résultats du troisième modèle de régression.

5.3.1 Résultats de la régression du modèle I : Variable dépendante RPA

Le tableau 5.11 présente les résultats de la régression du modèle I réalisée par la méthode des moindres carrés ordinaires afin d'évaluer l'impact de la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil sur la performance financière des sociétés. La variable à expliquer est le résultat par action comme indicateur de performance, et les variables explicatives et de contrôle sont l'indépendance des administrateurs et les administrateurs siégeant sur plusieurs conseils, les cours boursiers, la taille du conseil, l'endettement et la diversité en genre du conseil.

Une analyse des résultats du modèle, dans son ensemble, nous montre l'influence des variables explicatives sur le résultat par action est bien significative avec une p-value de 0.000.

La valeur de R^2 (0.436) avec un R^2 ajusté de 0.18 confirme qu'il y a vraisemblablement des variables explicatives qui ont une influence sur la variable expliquée.

Si l'on tient compte de chaque variable individuellement, nous constatons que les coefficients des variables "Cours boursiers" et "Endettement" sont significatifs respectivement au seuil de 1% et de 5%, alors que les autres ne sont pas significatifs au niveau de ces seuils.

Analyse des résultats

L'analyse du tableau révèle une relation positive et statistiquement significative au seuil de 1% entre la performance financière mesurée par le résultat par action (RPA) et les cours boursiers, une variable financière liée aux caractéristiques du conseil d'administration notamment dans sa mission de contrôle stratégique, avec $\beta = 0.023$ et $p\text{-value} = 0.000$. Même si la variable Cours boursiers "COBO" ne représente pas une variable d'intérêt dans cette étude, ce résultat nous laisse croire que le conseil d'administration joue un grand rôle dans la réputation de l'entreprise sur le marché boursier. Ceci pourrait entraîner un impact positif sur les titres de l'entreprise et par la suite sur sa performance financière

Les résultats obtenus suggèrent que, parmi les variables de contrôle, une seule variable est statistiquement significative et a un impact sur la performance financière. Il s'agit de l'endettement qui a un effet négatif sur la performance financière mesurée par le résultat par action. Le coefficient associé à cette variable "ENDET" est négatif et statistiquement significatif au seuil de 5% avec ($\beta = -0,009$ et $p\text{-value} = 0.040$). Ce résultat n'est pas conforme à la prédiction de Jensen (1986) qui constatait une influence positive et significative entre la dette et la performance financière.

Cependant, nous constatons que, par rapport à l'hypothèse H_1 , la présence des administrateurs indépendants dans les entreprises ne paraît pas avoir un effet significatif sur la performance financière mesurée par le RPA. Le coefficient associé à la variable INDAD est négatif et non significatif avec $\beta = -0.191$ et $p\text{-value} = 0.453$. Ce résultat est cohérent avec les résultats des travaux de Cavaco et al (2012) qui ont indiqué que la présence des administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration n'améliore pas la performance financière mais ne corrobore pas ceux

des études de Lefort & Urzua (2008) qui font état d'une influence positive sur la performance financière des sociétés.

Par ailleurs, les résultats attendus selon l'hypothèse H₂ relative à la présence des administrateurs indépendants ayant siégé dans plusieurs conseils d'administration ne semblent pas avoir l'effet escompté sur la performance financière. Le coefficient associé à la variable MULM est négatif et non significatif avec $\beta = -0.217$ et $p\text{-value} = 0.453$. Ce résultat corrobore les résultats des études de Ahn *et al* (2010) ; Roudaki *et al* (2015) qui montrent que la présence des administrateurs ayant de multiples mandats n'a pas un effet positif sur la performance financière. En effet, lorsque ces administrateurs sont occupés, ils deviennent moins efficaces dans leur contrôle et n'apportent pas une valeur ajoutée dans le conseil d'administration qui pourrait améliorer la performance de l'entreprise, contrairement à ce qu'avancent Pfeffer et Salancik (1978) selon la théorie de dépendance envers les ressources.

Ainsi, les résultats montrent que les autres variables de contrôle "taille du conseil" (TACA) et "diversité en genre du conseil" (DIVC) n'influencent pas la performance financière telle qu'elle est mesurée par le RPA. Le coefficient associé à la variable "TACA" est positif mais non significatif avec $\beta = 0.038$ et $p\text{-value} = 0.397$ et celui associé à la variable DIVC est aussi positif mais non significatif avec $\beta = 0.189$ et $p\text{-value} = 0.559$ au seuil de 5%.

Tableau 5.11

Estimation de la régression linéaire de l'équation I

Variable	Coefficient	T-statistique	P-value
Constante (β_0)	1.006	1.931	0.054
COBO (β_1)	0.023	10.292	0.000
INDAD (β_2)	-0.191	-0.751	0.453
MULM (β_3)	-0.217	-0.613	0.540
TACA (β_4)	0.038	0.847	0.397
ENDET (β_5)	-0.009	-2.062	0.040
DIVC (β_6)	0.189	0.584	0.559
R ²	0.436		
R ² ajusté	0.180		
Durbin-Watson	1.825		
P-value	0.000		

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

En définitive, les deux hypothèses de notre étude ont été infirmées. Nous avons avancé que la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui détiennent plusieurs mandats dans le conseil d'administration influe positivement sur la performance financière des sociétés au Canada lorsqu'elle est mesurée par le résultat par action (RPA). Notre étude n'a pas pu les vérifier, car la présence desdits cadres n'améliore pas la performance financière des sociétés sous étude. Il semble que les administrateurs externes, à cause de leur manque de temps, ou du moins à cause du problème d'asymétrie d'informations de la part des gestionnaires n'arrivent pas à apporter une contribution satisfaisante au contrôle des actions de ces derniers. Une telle observation nous permet de rejoindre Bhagat et Bolton (2008) qui affirment que la présence des administrateurs indépendants facilite une meilleure gestion de l'entreprise sans contribuer à une amélioration de sa performance. Cependant, malgré ce constat, nous estimons que leur réputation et la contribution qu'ils apportent au conseil dans les décisions stratégiques, sont de nature à expliquer l'influence positive

et très significative des cours boursiers sur la performance mesurée par le résultat par action.

5.3.2 Résultats de la régression du Modèle II: Variable dépendante ROA

Le tableau 5.12 présente les résultats de la régression du modèle II afin d'évaluer l'impact de la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil sur la performance financière des sociétés. La variable à expliquer est le rendement sur les actifs comme indicateur de performance, et les variables explicatives et de contrôle sont l'indépendance des administrateurs et les administrateurs siégeant sur plusieurs conseils, les cours boursiers, la taille du conseil, l'endettement et la diversité en genre du conseil.

Une analyse des résultats du modèle, dans son ensemble, nous montre que l'influence des variables explicatives sur le rendement des actifs est bien significative avec une P-value = 0.000 au seuil de 5%.

La valeur de R^2 (0.315) avec un R^2 ajusté de 0.088 confirme qu'il y a probablement des variables explicatives qui ont une influence sur la variable expliquée.

Si l'on tient compte de l'effet individuel des variables, nous constatons que la majorité d'entre elles influencent de façon significative la performance financière. En effet, les coefficients des variables "TACA", "ENDET" et "DIVC" sont significatifs au seuil de 5% ; ceux des variables "COBO" et "INDAD" sont significatifs au seuil de 10%, alors que seul le coefficient associé à la variable "MULM" n'est pas significatif.

Analyse des résultats

L'examen des résultats du tableau 5.12 révèle une relation positive et significative au seuil de 10 % entre la performance financière mesurée par le rendement des actifs (ROA) et l'indépendance des administrateurs (INDAD). Le coefficient associé à la variable INDAD est positif (avec $\beta = 2.225$) et significatif ($p\text{-value} = 0.07$). Ce résultat est conforme avec l'hypothèse H_1 qui souligne que la présence des administrateurs dans le conseil d'administration a un effet positif sur la performance des entreprises. Ce résultat s'aligne avec les études de Bouaziz & Triki (2012), Sfar & Jarniou (2012), Lefort & Urzua (2008) qui constataient que la présence d'un fort pourcentage d'administrateurs indépendants siégeant dans le conseil a un impact positif sur la performance financière des entreprises. En outre, ce résultat consolide les travaux de Chen *et al.* (2009), Vo & Nguyen (2014) qui soulignaient que la nomination d'un nombre important d'administrateurs indépendants dans le conseil entraîne une amélioration de la performance des entreprises.

Les résultats ne concordent pas avec l'hypothèse H_2 qui met en évidence l'influence de la présence d'administrateurs indépendants siégeant sur plusieurs conseils d'administration sur la performance financière mesurée par le ROA. Le coefficient associé à la variable MULM n'a aucun effet sur la performance financière. Ce résultat corrobore les résultats des études de Hashim et Rahman (2003), Ahn *et al* (2010), Baccouche *et al* (2013) qui montrent que la présence des administrateurs ayant de multiples mandats a un effet négatif sur la performance financière des entreprises. D'après eux, le cumul des mandats rend les administrateurs inefficaces dans leur rôle de surveillance et de contrôle du pouvoir discrétionnaire des dirigeants, ce qui peut entraîner une perte de valeur pour l'entreprise. En outre, d'après Fich & Shivdasani (2006) qui ont trouvé un effet négatif et significatif entre la présence des administrateurs ayant plusieurs mandats et la performance financière, les entreprises

avec les conseils occupés semblent avoir de plus faibles performances que celles ayant des conseils non occupés.

L'analyse des résultats nous permet de constater que les cours boursiers ont une influence positive sur la performance financière de l'entreprise qui est mesurée par le rendement des actifs (ROA) au seuil de 10%. Le coefficient associé à la variable COBO est positif et significatif avec $\beta = 0.021$ et $p\text{-value} = 0.059$. Ce résultat s'expliquerait par l'implication des administrateurs dans la prise de bonnes décisions du conseil ayant un caractère stratégique en faveur des entreprises, ce qui entraînerait une amélioration de la performance financière des entreprises.

De plus, l'analyse des résultats nous montre que toutes les variables de contrôle "taille du conseil", "endettement" et "diversité" ont une influence sur la performance financière des entreprises lorsque celle-ci est mesurée par le rendement des actifs (ROA).

Le coefficient associé à la variable "taille du conseil d'administration" (TACA) est positif ($\beta = 0.821$) et statistiquement significatif au seuil de 1% ($p\text{-value} = 0.000$). Ce résultat confirme les conclusions des études de Coles *et al* (2005) et de Omri (2003) avançant que, lorsque la taille du conseil est grande, les administrateurs pourraient exercer un contrôle avec efficacité sur les gestionnaires et cela favoriserait une amélioration de la performance de l'entreprise. Adams et Mehran (2003) abondent dans le même sens quand ils constatent qu'un conseil d'administration de grande taille permet aux entreprises de réaliser des performances élevées.

Nous constatons que l'endettement a une influence négative et significative sur la performance financière de l'entreprise. Le coefficient associé à la variable

endettement (ENDET) est négatif ($\beta = -0.116$) et statistiquement significatif au seuil de 1% (p-value = 0.000). Ce résultat ne corrobore pas celui de Jensen (1986) qui a trouvé un effet positif et significatif en affirmant que la dette peut être utilisée pour régler les problèmes d'agence entre les gestionnaires et les dirigeants et diminue aussi le pouvoir discrétionnaire des dirigeants dans leurs décisions. Cependant, ce résultat confirme les travaux de Bouazi & Triki (2012) qui ont trouvé un effet négatif et statistiquement significatif entre l'endettement et la performance financière. En effet, Myers (1977) constate que l'endettement favorise l'augmentation des coûts d'agence compte tenu des divergences d'intérêts entre les actionnaires et les créanciers, ce qui entraînerait une détérioration de la performance financière.

En outre, les résultats montrent que la diversité en genre du conseil a une influence négative sur la performance financière des entreprises. Le coefficient associé à la variable diversité (DIVC) est négatif ($\beta = -3.596$) et significatif à un niveau de confiance de 5% (p-value = 0.022). Ce résultat ne confirme pas les conclusions des études de M'hamid *et al* (2011) et de Francoeur (2016) qui montrent que la diversité en genre du conseil améliore la performance financière des entreprises. Il semble que la présence des femmes dans les conseils d'administration ne contribue pas à l'amélioration du rendement des actifs des entreprises au Canada.

Tableau 5.12

Estimation de la régression linéaire de l'équation II

Variable	Coefficient	T-statistique	P-value
Constante (β_0)	4.292	1.701	0.090
COBO (β_1)	0.021	1.893	0.059
INDAD (β_2)	2.225	1.810	0.071
MULM (β_3)	-0.246	-0.144	0.886
TACA (β_4)	0.821	3.790	0.000
ENDET (β_5)	-0.116	-5.676	0.000
DIVC (β_6)	-3.596	-2.294	0.022
R ²	0.315		
R ² ajusté	0.088		
Durbin-Watson	2.071		
P-value	0.000		

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS

L'analyse des résultats nous permet de confirmer l'hypothèse H₁, en ce sens que la présence des administrateurs indépendants dans le conseil d'administration influe positivement la performance financière des sociétés au Canada mesurée par le rendement sur les actifs (ROA). Ce résultat concorde avec ceux des études antérieures qui indiquaient une corrélation positive entre ces deux variables. Malgré le seuil de significativité de 10%, il est évident que les administrateurs externes peuvent jouer un grand rôle dans la gestion des conflits entre les gestionnaires et les actionnaires. Leur contribution à la surveillance et au contrôle du pouvoir discrétionnaire des dirigeants réduirait la possibilité de ces derniers à agir seulement à leur profit et au détriment des actionnaires. Cependant, concernant ceux qui détiennent plusieurs mandats, nous constatons qu'il n'y a aucun effet. Donc l'hypothèse H₂ est infirmée. Ceci signifie que ceux-ci ne contribuent pas à l'amélioration de la performance compte tenu du fait qu'ils sont occupés dans d'autres activités ou d'autres conseils et deviennent inefficaces dans leur rôle de conseillers stratégiques lors de la prise de certaines

décisions au conseil. Nous avons observé que certaines caractéristiques du conseil comme la taille, l'endettement et la présence des femmes dans le conseil contribuent à améliorer également la performance financière des sociétés au Canada.

5.3.3 Résultats de la régression du Modèle III : Variable dépendante ROE

Le tableau 5.13 présente les résultats de la régression du modèle III réalisée par la méthode des moindres carrés ordinaires afin d'évaluer l'impact de la présence des administrateurs indépendants et ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil sur la performance financière des sociétés.

L'analyse des résultats du modèle, dans son ensemble, montre que l'influence des variables explicatives sur le rendement des actifs est bien significative avec une p-value = 0.032 au seuil de 5%.

La valeur de R^2 (0.166) avec un R^2 ajusté de 0.016 confirme à un faible niveau qu'il y a probablement des variables explicatives qui ont une influence sur la variable expliquée.

Si l'on tient compte de leur effet individuellement, nous constatons que seules les variables " MULTI", "TACA" et "ENDET" ont un impact positif et significatif respectivement aux seuils de 5% et de 10% sur la performance financière.

L'analyse des résultats nous permet de constater que la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration a une influence négative et non

significative sur la performance financière des entreprises mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE). Le coefficient associé à la variable Indépendance des administrateurs "INDAD" est négatif ($\beta = - 4.036$) et non significatif au seuil de 5%, (p-value = 0.893). Ce résultat infirme l'hypothèse H₁ de l'effet positif de la présence des administrateurs sur la performance financière. Il semble cohérent avec les conclusions de l'étude de Bouaziz & Triki (2012) qui ont montré une relation négative et non significative. Par contre, il n'est pas conforme avec les résultats de l'étude de Lefort & Urzua (2008) qui ont trouvé un impact positif entre la présence d'un grand nombre d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration et la performance financière.

D'autre part, l'analyse des résultats montre une relation positive et significative entre la présence des administrateurs ayant plusieurs mandats dans le conseil et la performance financière mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE). Le coefficient associé à la variable Multi mandats " MULM" est positif ($\beta = 15.159$) et significatif au seuil de 10%, (p-value = 0.091). Ce résultat est conforme avec l'hypothèse H₂ qui indique que la présence des administrateurs indépendants ayant plusieurs mandats dans le conseil a un effet positif sur la performance financière des entreprises. Cependant, ce résultat ne confirme pas celui de Chiranga & Chiwira (2014) qui ont constaté une relation négative et non significative entre la présence d'administrateurs ayant plusieurs mandats et la performance financière mesurée par le rendement des capitaux propres.

De plus, les résultats tendent à montrer qu'il existe une relation positive et non significative entre les cours boursiers et la présence d'administrateurs ayant plusieurs mandats dans le conseil sur la performance financière des entreprises. Le coefficient associé à la variable Cours Boursiers "COBO" est positif ($\beta = 0.008$) et non significatif au seuil de 5 %, (p-value = 0.893). Par contre, il semble que la diversité

affecte négativement et de façon non significative la performance financière mesurée par le rendement des capitaux propres (ROE). Le coefficient qui est attribué à cette variable "DIVC" est négatif ($\beta = - 9.916$) et non significatif au seuil de 5 % (p-value = 0.226).

Par ailleurs, les résultats montrent que la taille du conseil et l'endettement ont une relation positive et significative avec la performance financière des entreprises mesurée par le ROE. Le coefficient associé à la variable taille du conseil "TACA" est positif ($\beta = 2.019$) et significatif au seuil de 10%, (p-value= 0.075). Néanmoins, ce résultat n'est pas conforme avec les conclusions de Bouaziz & Triki (2012) qui constataient l'existence d'un effet négatif entre la taille du conseil d'administration et la performance financière. Cependant, il confirme la prédiction de Uadia (2010) qui a trouvé un effet positif et significatif entre la taille et la performance financière.

En outre, le coefficient associé à la variable endettement "ENDET" est positif ($\beta = 0.230$) et statistiquement significatif au seuil de 5% (p-value = 0.031). Ce résultat confirme l'étude de Jensen (1986) qui constatait une influence positive et significative entre l'endettement et la performance financière des entreprises. Ceci s'explique par le fait que l'endettement peut être un moyen pour réduire les conflits d'agence, ce qui favoriserait une amélioration de la performance de l'entreprise.

Tableau 5.13

Estimation de la régression linéaire de l'équation III

Variable	Coefficient	T-statistique	P-value
Constante (β_0)	-7.093	-0.539	0.590
COBO (β_1)	0.008	0.135	0.893
INDAD (β_2)	-4.036	-0.629	0.529
MULM (β_3)	15.159	1.694	0.091
TACA (β_4)	2.019	1.786	0.075
ENDET (β_5)	0.230	2.157	0.031
DIVC (β_6)	-9.916	-1.212	0.226
R ²	0.166		
R ² ajusté	0.016		
Durbin-Watson	2.003		
P-value	0.032		

Source : Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS

Contrairement aux deux autres indicateurs de performance que nous avons utilisés dans cette étude, la présence des administrateurs indépendants ayant plusieurs mandats dans le conseil influe positivement la performance financière quand elle est mesurée par le rendement sur les capitaux propres (ROE). Ce résultat nous laisse croire que ces administrateurs, malgré leur manque de temps dans le conseil, participent à la création de la valeur de l'entreprise grâce à leurs expériences, leurs compétences et leur réputation. Néanmoins, la présence des administrateurs indépendants à eux seuls, n'améliore pas la performance financière des sociétés au Canada. A notre avis, ils ne sont pas efficaces dans la surveillance et le contrôle des activités des dirigeants. Une telle situation pourrait s'expliquer par un manque d'informations qui les empêcherait de contribuer efficacement aux décisions du conseil.

5.4 Synthèse des résultats obtenus

Dans cette section, nous présentons la synthèse des résultats des trois modèles. Pour ce faire, nous allons comparer les signes prévus dans les hypothèses par rapport aux résultats obtenus lors de la régression.

5.4.1 Synthèse des résultats du modèle I

Dans le tableau 5.14, les signes attendus n'ont pas été trouvés pour les deux hypothèses. Donc, elles ont été rejetées. Nous avons prédit un effet positif entre la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et ceux qui siègent sur plusieurs conseils avec la performance financière mesurée par le RPA. Les résultats n'ont pas été concluants. Ils montrent un effet négatif et non significatif.

Tableau 5.14

Synthèse des résultats du modèle I / RPA variable dépendante

Hypothèses	Variables	Signe prévu	Signe réel	Validation ou rejet des Hypothèses
H ₁	INDAD	+	-	Rejetée
H ₂	MULM	+	-	Rejetée
Variables de contrôle	COBO	+	+ ***	Variable de contrôle
	TACA	+	+	Variable de contrôle
	ENDET	+	- **	Variable de contrôle
	DIVC	+	+	Variable de contrôle

Source: Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

*** significatif au seuil de 1%; ** significatif au seuil de 5%; * significatif au seuil de 10%

5.4.2 Synthèse des résultats du modèle II

Le tableau 5.15 présente la synthèse des résultats du modèle II. Le signe attendu pour l'hypothèse H₁ est respectée. Il existe un effet positif et significatif au seuil de 10% entre la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration et la performance mesurée par le ROA. Par contre, le signe attendu pour l'hypothèse H₂ qui souligne la présence d'administrateurs indépendants ayant plusieurs mandats n'a pas été trouvé.

Tableau 5.15

Synthèse des résultats du modèle II / ROA variable dépendante

Hypothèses	Variabes	Signe prévu	Signe réel	Validation ou rejet des Hypothèses
H ₁	INDAD	+	+ *	Validée
H ₂	MULM	+	-	Rejetée
Variabes de contrôle	COBO	+	+ *	Variable de contrôle
	TACA	+	+ ***	Variable de contrôle
	ENDET	+	- ***	Variable de contrôle
	DIVC	+	- **	Variable de contrôle

Source: Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

*** significatif au seuil de 1%; ** significatif au seuil de 5% ; * significatif au seuil de 10%

5.4.3 Synthèse des résultats du modèle III

Les résultats du tableau 5.16 montrent que le signe attendu pour l'Hypothèse H₁ n'a pas été trouvé. En effet, il n'existe pas de corrélation positive entre la présence d'administrateurs indépendants et la performance financière mesurée par le ROE puisque le signe est négatif. Par contre l'inverse est constaté pour l'Hypothèse H₂ à savoir que l'effet est positif pour les administrateurs indépendants ayant plusieurs mandats.

Tableau 5.16

Synthèse des résultats du modèle III / ROE variable dépendante

Hypothèses	Variables	Signe prévu	Signe réel	Validation ou rejet des Hypothèses
H ₁	INDAD	+	-	Rejetée
H ₂	MULM	+	+ *	Validée
Variables de contrôle	COBO	+	+	Variable de contrôle
	TACA	+	+ *	Variable de contrôle
	ENDET	+	+ **	Variable de contrôle
	DIVC	+	-	Variable de contrôle

Source: Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

*** significatif au seuil de 1%; ** significatif au seuil de 5%; * significatif au seuil de 10%.

5.5 Synthèse des résultats des trois modèles

Dans cette section, nous allons présenter un tableau récapitulatif afin de synthétiser les résultats des trois modèles.

L'examen du tableau 5.17 nous montre que, dans le premier modèle (RPA), les cours boursiers et l'endettement sont les seules variables ayant une influence sur la

performance financière respectivement aux seuils de 1% et de 5%. Les deux hypothèses de notre étude sont infirmées, car la présence d'administrateurs indépendants et de ceux ayant plusieurs mandats dans le conseil d'administration n'a aucun effet sur la performance financière puisque le coefficient associé à chacun des variables INDAD et MULM est négatif et non significatif. S'agissant du deuxième modèle (ROA), à l'exception de la variable MULM qui n'a aucun effet sur la performance financière, toutes les autres variables ont une influence, soit positive ou négative. Les résultats suggèrent que la présence d'administrateurs indépendants dans le conseil d'administration a un effet sur la performance financière. La première hypothèse étant confirmée puisque le coefficient associé à la variable INDAD est positif malgré un seuil de significativité de 10%. Par contre, lorsque les administrateurs siègent sur plusieurs conseils, aucun effet n'est constaté sur la performance financière. Donc, l'hypothèse II est infirmée. En outre, l'examen des résultats du modèle III (ROE) montre que, lorsque les administrateurs siègent sur plusieurs conseils, au seuil de significativité de 10%, la présence de ces cadres influe positivement la performance financière. Dans ce modèle, l'hypothèse II est confirmée malgré ce seuil de significativité. Cependant, nous constatons que la présence d'administrateurs indépendants n'a aucun effet sur la performance, car le coefficient associé à la variable INDAD est négatif et non significatif. Donc, la première hypothèse est infirmée.

Tableau 5.17
Synthèse des résultats des trois modèles

	Modèle					
	I RPA		II ROA		III ROE	
	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value	Coefficient	p-value
Constante	1.006**	0.054	4.292*	0.090	-7.093	0.590
COBO	0.023***	0.000	0.021**	0.059	0.008	0.893
INDAD	-0.191	0.453	2.225*	0.071	-4.036	0.529
MULM	-0.217	0.540	-0.246	0.886	15.159*	0.091
TACA	0.038	0.397	0.821***	0.000	2.019*	0.075
ENDET	-0.009**	0.040	-0.116***	0.000	0.230**	0.031
DIVC	0.189	0.559	-3.596**	0.022	-9.916	0.226

Source: Construction de l'auteur à partir des résultats de SPSS.

*** significatif au seuil de 1%; ** significatif au seuil de 5%; *significatif au seuil de 10%.

Le chapitre suivant traite de la conclusion générale de notre étude dans laquelle nous présenterons les apports, les limites et les nouvelles voies de recherche.

CHAPITRE VI

CONCLUSION GÉNÉRALE

Dans ce chapitre, nous présentons les contributions, les limites et les perspectives de notre recherche.

D'une part, nous allons présenter un résumé du contenu et des principaux résultats de cette recherche et les apports sur le plan théorique et sur le plan pratique. D'autre part, nous allons présenter les limites et les nouvelles voies de recherche.

6.1 Contributions de la recherche

L'objectif de notre recherche a été d'étudier l'impact de la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil d'administration sur la performance financière. Nous avons appuyé notre étude sur deux théories. D'une part, celle de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) qui nous a permis de comprendre les divergences entre les actionnaires et les dirigeants et l'apport que peuvent apporter les administrateurs indépendants au niveau de la surveillance, du contrôle et dans la résolution de conflits. D'autre part, la théorie de la dépendance des ressources (Pfeffer et Salancik, 1978) qui met l'emphase sur la nécessité pour l'entreprise de recourir à des ressources externes afin de lui permettre d'augmenter sa valeur.

Pour mener à bien cette étude, nous avons travaillé sur un échantillon de 99 sociétés canadiennes qui sont cotées sur la Bourse de Toronto et font partie de l'indice composite TSX. Ensuite, pour mesurer cet impact, nous avons choisi trois indicateurs de performance tels que le résultat par action (RPA), le rendement sur les actifs (ROA) et le rendement sur les capitaux propres (ROE) comme variables à expliquer et des variables explicatives à savoir l'indépendance du conseil, les multiples mandats des administrateurs. Nous avons également tenu compte des variables de contrôle qui sont: les cours boursiers, la taille du conseil, l'endettement et la diversité en genre du conseil. Nous avons eu recours pour faire l'analyse multivariée à la méthode des moindres carrés ordinaires en appliquant la régression linéaire multiple.

Les résultats des tests que nous avons effectués montrent l'impact de certaines variables sur la performance financière des sociétés mesurée respectivement par le RPA, le ROA ou le ROE.

D'abord, en ce qui a trait à l'impact de la présence des administrateurs indépendants siégeant au conseil d'administration sur la performance financière mesurée par le RPA, une relation négative et non significative a été trouvée. S'agissant de la présence d'administrateurs siégeant sur plusieurs conseils, l'effet est aussi négatif et non significatif. Nous avons remarqué que seule la variable " Cours boursiers" présente un effet positif et statistiquement significatif sur la performance financière tandis que les variables taille du conseil et diversité en genre du conseil ont un impact positif mais non significatif.

Les résultats suggèrent qu'il y a un effet positif et significatif entre la performance financière mesurée par le ROA et la présence des administrateurs dans le conseil. Mais lorsqu'ils détiennent plusieurs mandats, cet effet est négatif et non significatif.

Pour ce qui concerne les autres variables, nous avons constaté que la taille du conseil a un effet positif et statistiquement significatif sur la performance financière tandis que l'endettement et la diversité en genre du conseil présentent un impact négatif et statistiquement significatif.

Enfin, lorsque la performance est mesurée par le ROE, l'étude fait ressortir une corrélation positive et significative entre la performance financière et la présence des administrateurs ayant de multiples mandats dans le conseil. Au regard de la taille du conseil et de l'endettement, le même impact a été aussi constaté. Mais, l'indépendance des administrateurs et la diversité en genre du conseil ont eu une influence négative et non significative sur la performance financière.

Il est évident que la proposition selon laquelle la présence des administrateurs indépendants entraîne une amélioration de la performance, est loin de faire l'unanimité parmi les chercheurs dans le domaine de la gouvernance, et ce travail en est une illustration. A l'examen des conclusions de différents auteurs travaillant sur cette thématique, deux positions antagoniques ont été identifiées. Le premier courant de recherche fait état d'un effet positif entre la performance et la présence des administrateurs indépendants et de ceux qui détiennent plusieurs mandats dans le conseil, alors que le deuxième soutient que cet effet est négatif. Les résultats de notre étude corroborent les deux thèses susmentionnées à la lumière des résultats fournis par les trois modèles qui constituent le dispositif de notre travail de recherche. Il nous semble que le choix de la variable de mesure reste un élément fondamental pour mesurer la performance financière et peut expliquer même en partie certaines différences dans les travaux de recherche.

Pour nous en convaincre, nous avons constaté que, lorsque la performance est mesurée par le ROA, l'indépendance des administrateurs contribue à l'amélioration de

la performance financière. Cependant, lorsqu'elle est mesurée par le RPA ou le ROE, les résultats ne montrent aucune influence sur cette variable. Pour ce qui concerne les administrateurs qui ont plusieurs mandats, les résultats diffèrent aussi dépendamment de la variable de mesure. Lorsque la performance est mesurée par le RPA et le ROA, les résultats montrent une influence négative, mais non significative. Par contre, on constate une influence positive et significative au seuil de 10% entre ces variables quand elle est mesurée par le ROE.

Il paraît donc de toute nécessité que d'autres travaux portent, à l'avenir, sur la fiabilité des variables et leur niveau de corrélation avec l'amélioration de la performance du conseil d'administration afin d'être en mesure d'élaborer un modèle capable de réconcilier plus facilement les positions antagoniques sur cette question.

Sur le plan théorique, notre travail de recherche porte sur les discussions déjà entamées sur les caractéristiques du conseil d'administration, notamment, l'indépendance des administrateurs. Suite aux récentes crises financières des années 2000, il a fallu prendre des mesures capables d'améliorer la gouvernance dans le but de préserver les intérêts des actionnaires. Notre étude contribuera, sans nul doute, à renforcer la littérature existante sur l'impact des administrateurs indépendants et de ceux qui ont plusieurs mandats dans le conseil d'administration sur la performance financière dans le contexte canadien.

Les résultats débouchent sur plusieurs propositions ou assertions. D'une part, ils font ressortir que l'idée avancée par certains auteurs (Charreaux et Pitol-Belin, 1991; Jensen et Meckling, 1976), à savoir que l'indépendance des administrateurs faisant partie des caractéristiques du conseil d'administration peut aider à résoudre le problème d'agence et à protéger les intérêts des actionnaires est loin d'être acceptée.

En effet, le présent travail a permis de constater que l'indépendance ne garantit pas une meilleure prise en charge du problème d'agence et des conflits entre les dirigeants et les actionnaires. En effet, bien que la moyenne des administrateurs indépendants dans l'échantillon de notre étude soit de 76%, la présence importante de ces administrateurs n'a pas permis de vérifier l'hypothèse selon laquelle la présence des administrateurs indépendants dans un conseil d'administration garantirait une meilleure gestion des conflits d'intérêts et de la gouvernance des entreprises. Ceci prouve qu'il reste encore beaucoup à faire dans la recherche sur la gouvernance des entreprises pour trouver la meilleure formule capable de résoudre les principaux problèmes de gestion qui se posent au sein d'une entreprise. D'autre part, si pour certains chercheurs, la réputation des administrateurs contribue énormément à une amélioration de la valeur de l'entreprise, d'autres au contraire suggèrent que, lorsque ces administrateurs détiennent plus de trois mandats, ils sont occupés et deviennent inefficaces (Fich et Shivdasani 2006). Les résultats de notre travail ont permis d'avoir une vision plus claire sur cette question, car la réputation des administrateurs à elle seule ne peut pas garantir une meilleure performance des entreprises. Le facteur temps est un paramètre extrêmement important dont il faut tenir compte au plus haut point pour être en mesure de réduire leur capacité à exercer leurs tâches de manière efficace.

L'une des innovations de notre étude réside dans l'ajout dans le modèle d'étude de deux variables qui n'ont pas été souvent prises en compte dans la littérature, particulièrement au Canada. Il s'agit de la variable résultat par action pour la mesure de la performance et de celle portant sur les cours boursiers qui est une variable financière qui capte la contribution du conseil en termes de décisions stratégiques pouvant impacter sur les cours boursiers et l'amélioration de la valeur des entreprises. L'utilisation de la variable "cours boursiers" a permis d'avoir des résultats concluants

en ce sens qu'elle a un impact significatif sur la performance financière. D'autres chercheurs pourraient en utiliser dans des travaux futurs.

Sur le plan pratique, les résultats de cette étude peuvent donner lieu à des changements d'option dans la gestion de certaines entreprises au Canada. En effet, des enseignements d'ordre opérationnel peuvent en être tirés sous forme de recommandations aux diverses parties prenantes.

Malgré l'existence de certaines normes sur la gouvernance au Canada facilitant ou encourageant la présence accrue d'administrateurs indépendants dans les conseils d'administration, cela ne semble pas contribuer à améliorer la performance des entreprises. L'indépendance des administrateurs pourrait aider à une meilleure gestion comme l'ont souligné Bhagat et Bolton (2008), mais non la performance de l'entreprise. Pour ce qui concerne les administrateurs qui siègent sur plusieurs conseils, les résultats nous laissent croire qu'il n'est pas conseillé aux entreprises d'avoir, dans leur conseil, des membres ayant plusieurs mandats. Le cumul des mandats par les administrateurs ne semble pas être favorable aux entreprises qui souhaitent améliorer leur performance. Leur présence pourrait constituer une source de conflit au sein des entreprises qui requièrent une surveillance et un contrôle des activités des dirigeants à cause de leur manque de temps. Il est donc souhaitable que les entreprises recrutent leurs membres en tenant compte de leurs formations, de leurs compétences et de leur disponibilité pour participer convenablement aux réunions du conseil. Malgré la constatation d'un impact positif et significatif lorsque la performance est mesurée par le ROE, cela ne devrait pas encourager les entreprises au Canada à nommer des administrateurs ayant plusieurs mandats sur les conseils d'administration.

Il est à noter que les résultats de cette recherche peuvent avoir aussi des implications sur les décisions des organismes de réglementation du fait qu'il s'est avéré que la détention de plusieurs mandats par les administrateurs ne contribue pas à une amélioration de la performance de l'entreprise. Ces organismes pourront être amenés à prendre des nouvelles mesures ou dispositions réglementaires afin de limiter le nombre de ces mandats. Toutes les parties prenantes auront la possibilité de participer aux réflexions tendant à limiter le nombre de sièges détenus par les membres du conseil d'administration. Ces résultats constituent une source d'informations pour les actionnaires et les investisseurs qui souhaitent que leurs investissements soient protégés et gérés convenablement.

Ces implications nous poussent à faire des recommandations pratiques aux entreprises canadiennes pour limiter le nombre de mandats des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration et veiller à la nomination des administrateurs formés et compétents. Ceci pourrait permettre à ces administrateurs de consacrer plus de temps au conseil. Dans cet ordre d'idées, les entreprises bénéficieraient non seulement de la réputation et de la qualification des administrateurs mais aussi de leur temps, lequel représente souvent un handicap majeur aux entreprises qui veulent améliorer leur performance. Il serait mieux que les entreprises évaluent leur besoin en fonction des ratios coûts-avantages et coût-efficacité avant de recruter ces administrateurs.

6.2 Limites et perspectives de recherche

Compte tenu des résultats de notre étude, certaines limites ont été identifiées qui ouvrent de nouvelles perspectives de recherche en ce qui concerne la gouvernance des entreprises.

En premier lieu, le choix de la taille de l'échantillon dans une économie comme celle du Canada peut se révéler peu significatif. Les indicateurs de performance que nous avons utilisés peuvent faire l'objet de manipulations comptables et certaines variables liées aux caractéristiques du conseil d'administration n'ont pas été prises en compte. Ces déficiences peuvent nuire à la qualité de cette étude. D'autres études gagnent à travailler sur un échantillon plus large et représentatif tout en ayant soin d'intégrer dans le modèle d'étude d'autres caractéristiques du conseil qui peuvent être d'une certaine importance dans l'analyse et la compréhension du problème de recherche. En second lieu, nous estimons que, détenir un certain nombre de mandats n'est pas suffisant pour améliorer la performance des entreprises. A notre avis, il faut s'assurer également des qualifications et compétences des administrateurs pour bénéficier davantage de leur apport en tant que conseiller dans l'entreprise. Les travaux futurs pourraient tenir compte du niveau académique minimal des administrateurs et des compétences nécessaires dans des domaines clés et déterminer si grâce à leur formation ils arrivent à aider les entreprises dans la prise des grandes décisions de nature stratégique comme les acquisitions. En troisième lieu, nous remarquons que les résultats sont différents en utilisant différentes mesures de rendement pour un même échantillon de sociétés. Ceci pourrait entraîner des manipulations des variables si on veut orienter la recherche vers un résultat. Donc, les recherches futures doivent aider les chercheurs à avoir de meilleurs outils de mesure de la performance financière des entreprises.

Il serait aussi intéressant de reprendre cette étude dans d'autres pays afin de comparer les résultats et avoir une meilleure compréhension de la gouvernance des entreprises dans ces pays ou l'échelle internationale.

ANNEXES

Graphiques des modèles résultant des sorties de SPSS

1- Modèle I / Variable dépendante RPA

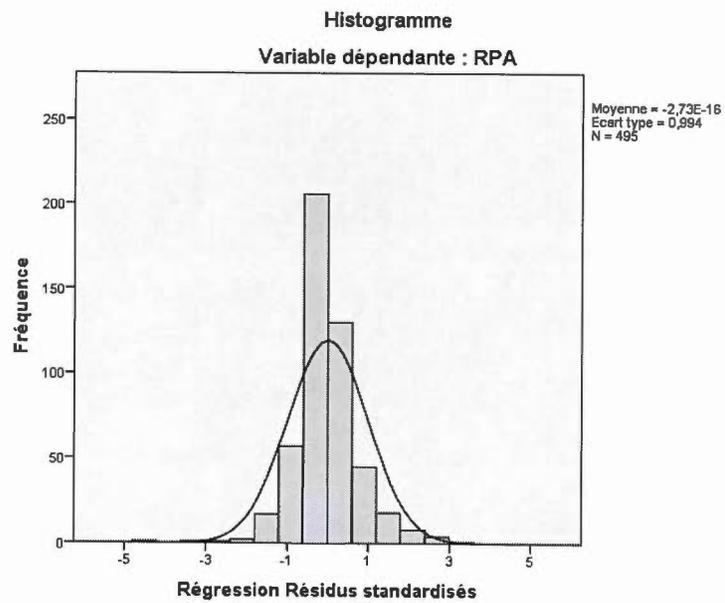


Figure 5.1 : Tracé de l'histogramme du modèle I

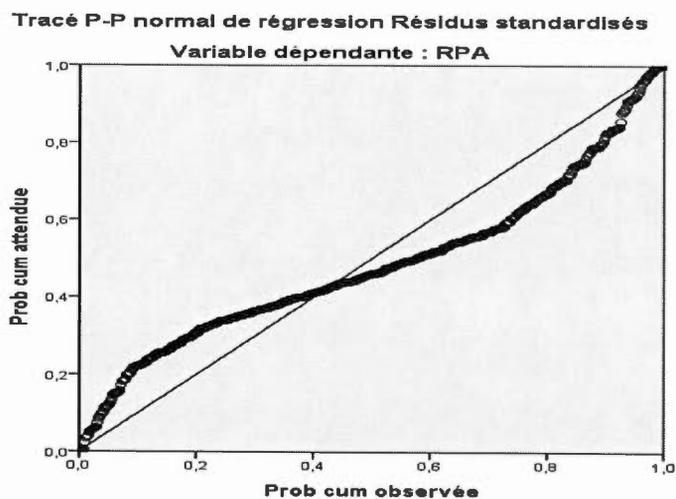


Figure 5.2 : Tracé P-P normal de régression des résidus du modèle I

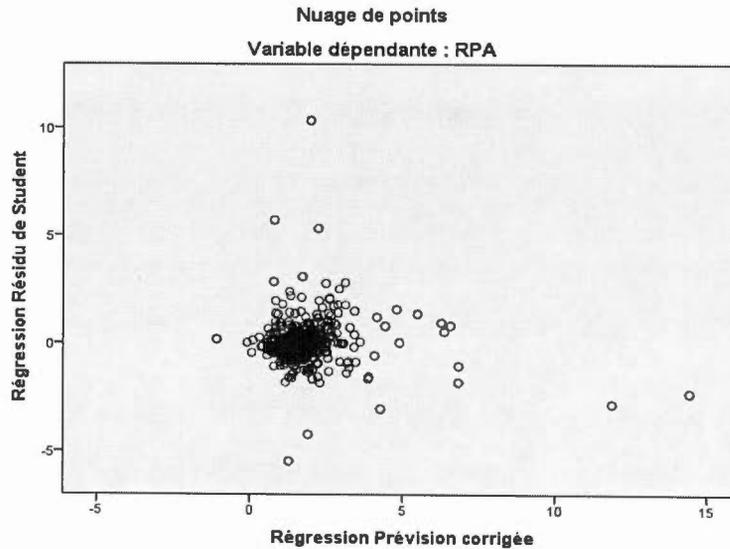


Figure 5.3 : Nuages de points du modèle I

2- Modèle II : ROA / Variable dépendante

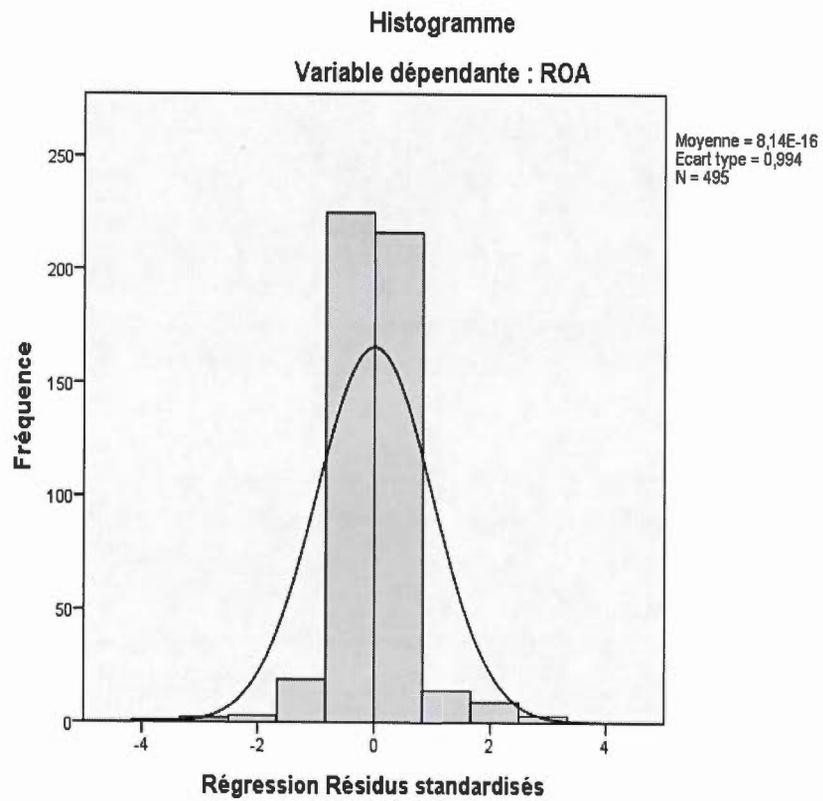


Figure 5.4 : Tracé de l'histogramme du modèle II

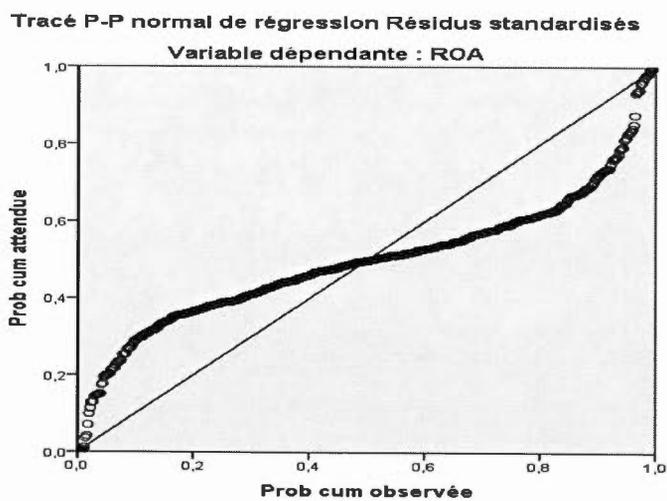


Figure 5.5 : Tracé PP normal de régression des résidus du modèle II

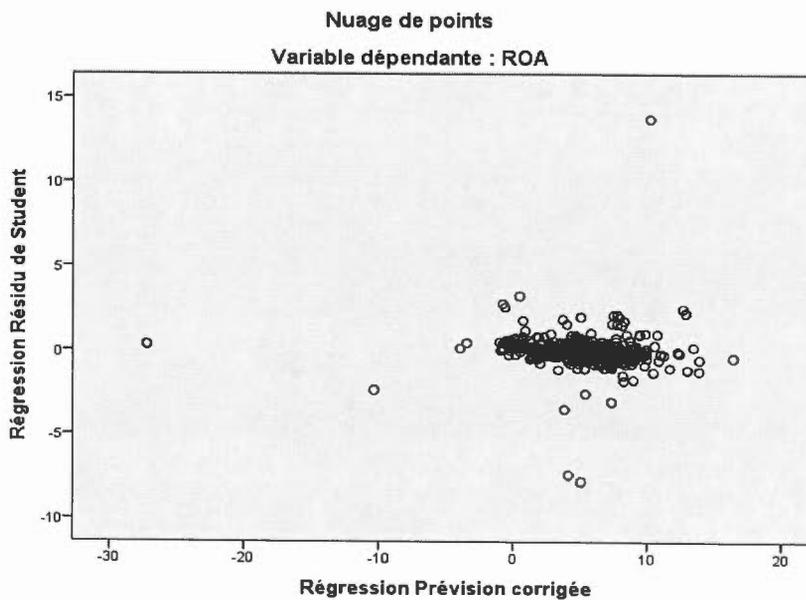


Figure 5.6 : Nuages de points du modèle II

3- Modèle III : ROE / Variable dépendante

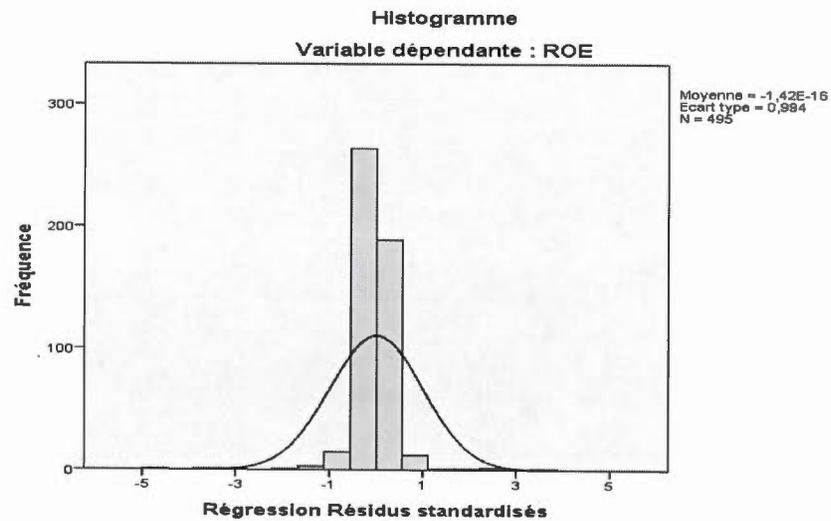


Figure 5.7 : Tracé de l'histogramme du modèle III

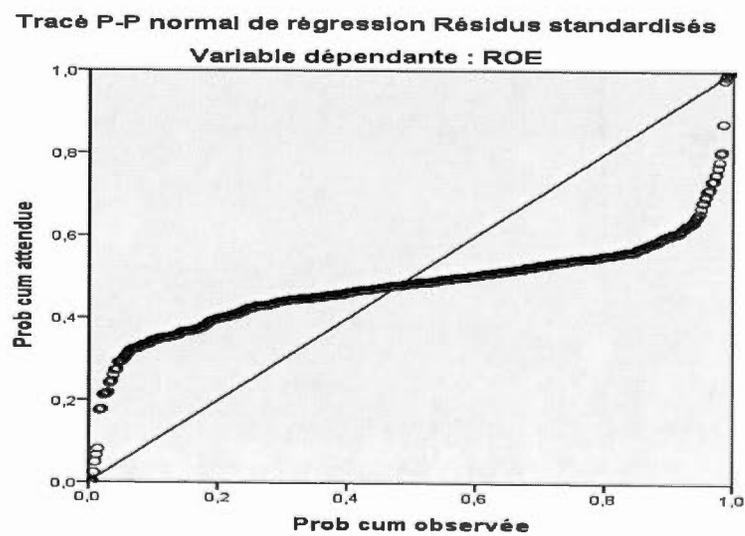


Figure 5.8 : Tracé PP normal de régression des résidus du modèle III

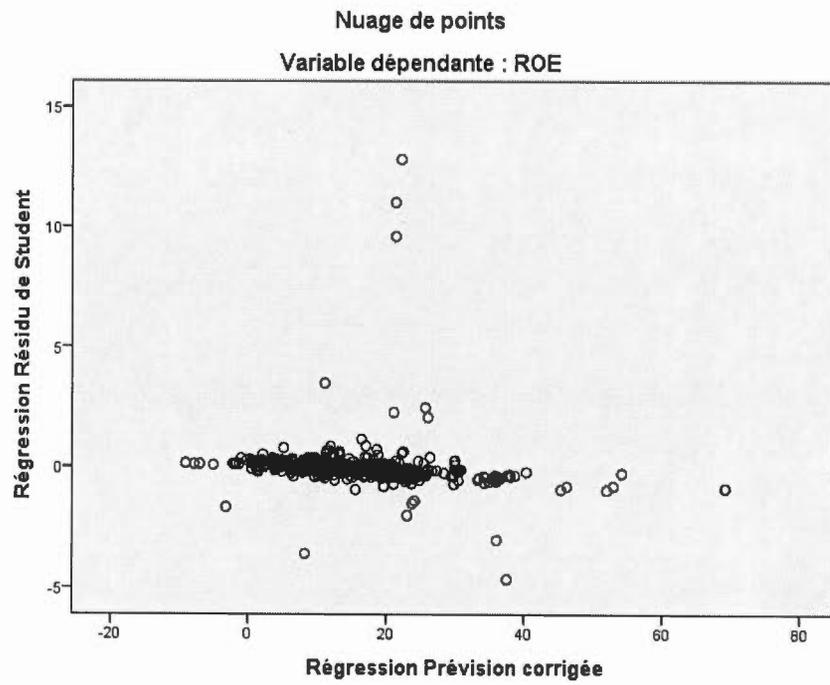


Figure 5.9 : Nuages de points du modèle III

BIBLIOGRAPHIE

- Adams, R., & Mehran, H. (2003). Is Corporate Governance Different for Bank Holding Companies? *Economic Policy Review* 9, pp. 123-142.
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y.S. (2010). Multiple Directorships and Acquirer Return. *Journal of Banking and Finance*, 34 (9), pp.2011-2026.
- Baccouche, S., Hadriche, M., & Omri, A. (2013). The Impact of Audit Committee Multiple-Directorships On Earnings Management: Evidence From France. *Journal of Applied Business Research*, 29(5), 1333.
- Baccouche, S., & Omri, A. (2014). Multiple directorships of board members and earnings management: An empirical evidence from french listed companies. *Journal of Economic and Financial Modelling*, 2(1), 13-23.
- Bhagat, S., & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm value, *Business Lawyer* (54), pp 921-963.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance, *Journal of Corporate Finance*, 14(3), pp 257-273.
- Bouton, D. (2002). Pour un meilleur gouvernement des entreprises cotées. Rapport du groupe de travail présidé par Daniel Bouton. *AFEP - AGREF, MEDEF*. 33 pages.
- Bouaziz, Z., & Triki, M. (2012). The impact of the board of directors on the financial performance of Tunisian companies. *Universal Journal of Marketing and Business Research*, 1(2), 56-71.
- Cadbury, (1992). The code of best Practices and The financial Aspects of Corporate Governance, *Rapport Cadbury- Committee in code Of Best practice, Royaume-Uni*.
- Caselli, S., & Gatti, S. (2007). Corporate governance and independent directors: much Ado about nothing? The evidence behind private equity investment performance.
- Cavaco, S., Challe, E., Crifo, P., & Rebérioux, A. (2012). Rapport pour l'Institut CDC pour la Recherche «Conseils d'administration et performance des sociétés cotées».
- Charreaux, G. (1997). Le gouvernement des entreprises: Corporate Governance, théories et faits, *Edition Economica*, Paris.

- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Pôle d'économie et de gestion (Iae-Latec) Université de Bourgogne*. 16 pages.
- Charreaux, G. (2003). Le point sur... les réseaux d'administrateurs et de dirigeants. *Revue Banque & Marchés*, (66), p. 59-63.
- Charreaux, G., et Pilot-Belin, J.P. (1991). Le conseil d'administration, lieu de confrontation entre dirigeants et actionnaires. *Working Papers FARGO*.
- Charreaux, G., & Wirtz, P. (2007). Discipline ou compétence? L'apport des perspectives cognitive et comportementale à la compréhension des mécanismes de gouvernance. *Revue française de gouvernance d'entreprise*, (1), xx-xx.
- Cheffou, A. I. (2014). Composition du conseil d'administration et rémunérations incitatives des dirigeants. *Management & Avenir*, (5), 17-35.
- Chen, C. W. (2008). Multiple Directorships and Firm Performance: Evidence from Firm Characteristics. *In International Conference on Finance, National Taiwan University*.
- Chen, R., Dyball, M.C. & Wright, S., (2009). The link between board composition and corporate diversification in Australian corporations, *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), pp 208-223.
- Chiranga, N., & Chiwira, O. (2014). Impact of Multiple Directorships on Performance for Companies Listed on the Johannesburg Stock Exchange (JSE). *Economics*, 2(6), 378-387.
- Choi, J.J., Park, S.W., & Yoo, S.S. (2007). The value of Outside Directors: Evidence from corporate Governance Reform in Korea. *Journal of financial and Quantitative Analysis* (42), 941-962.
- Chouchane, I. (2010). Les déterminants de la présence des administrateurs indépendants dans les conseils d'administration des sociétés françaises. *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion*, 45(245), 63-71.
- Coles, J.L., Daniel N. D., & Naveen, L. (2005). Boards: Does one size fit all? *Arizona State University - Finance Department, Purdue University and Purdue University*.
- Dey-Toronto Exchange. (1994). Where were the Directors? Guidelines for improved Corporate Governance in Canada, *Report of Committee on Corporate Governance in Canada*, Dec, 71p.

- Dechow, P. M., R. G. Sloan., and A. P. Sweeney. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1): 1–36.
- Del Vecchio, N. (2010). Réseaux de conseils d'administration et adoption de pratiques de gouvernance d'entreprise. *Revue française de gestion – N° 202/2010*.
- Deli, D., Gillan, S., & Anderson, K. (2005). Separation of Powers: Active, Independent Boards Enhance Credibility.
- Dicko, S., & Khemakhem, H. (2014). S&P/TSX 300 Companies' Political Connections, Compliance with Board of Directors Regulations and Financial Performance. *International Journal of Business and Management*, 10(1), 14-24.
- Dion, M. (2007). Les conseils d'administration de grandes entreprises canadiennes et les directives de gouvernance (1997-2005). *Droit et société*, (3), 695-711.
- Fahlenbrach, R., Low, A., & Stulz, R. M. (2010). Why do firms appoint ceos as outside directors? *Journal of Financial Economics*, (97), 12–32.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 319-337.
- Feki, A., & Khoufi, W. (2008). L'effet des caractéristiques du conseil d'administration et de la qualité de l'information financière sur le coût de la dette (Cas des entreprises industrielles françaises). *In la comptabilité, le contrôle et l'audit entre changement et stabilité (pp. CD-Rom)*.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of independent board members. *Journal of multinational financial management*, 18(1), 30-44.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689–724.
- Francoeur, C. (2016). Gouvernance et responsabilité sociale, qu'est-ce que ça change? *HEC MONTREAL*.
- Gargouri, R. M., Shabou, R., & Francoeur, C. (2010). The relationship between corporate social performance and earnings management. *Canadian Journal of Administrative Sciences/Revue Canadienne Des Sciences De l'Administration*, 27(4), 320-334.

- Gillan, S., & Starks, L. (1998). A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence. *Contemporary Finance Digest* (2), 10-34.
- Godard, L. (2001). La taille du conseil d'administration: déterminants et impact sur la performance. *Cahier du FARGO n° 1010702, Juillet 2001*.
- Gordon, J. (2007). The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Shareholder Value and Stock Market Prices. *Stanford Law Review*, 59(6), pp.1465-1568.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 7-45.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of over boarded directors. *Journal of Management Studies*, 41(5), 775–798.
- Hashim, H.A., & Rahman, M.S.A. (2003). Multiple board appointments: Are Directors Effective? *International Journal of Business and Social Science*, 2(17), pp137-143.
- Hili, W., & Affes, H. (2013). Diversité En Genre Dans Les Conseils D'Administration Et Persistance Des Bénéfices Comptables: Investigation Empirique Dans Le Contexte Français. In *Comptabilité sans Frontières...The French Connection* (pp. cd-rom).
- Hutchinson, M. (2002). An analysis of the association between firms' investment opportunities, board composition and firm performance. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 9(1): 17-38.
- Imreorowa, D., & Kollin, T. (2013). The Prevalence and Causes of Multiple Directorships. *Stockholm School of Economics*.
- Iturriaga, F.J.L., & Rodríguez, I.M. (2014). Boards of directors and firm performance: the effect of multiple directorships. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 43(2), 177-192.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, (76), 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.

- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2006). Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 530–546.
- Kolsi, M., & Ghorbel, H. (2011). Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes. *Comptabilité, économie et société*, May, Montpellier, France. Pp.cd-rom. <hal-00650537.
- Krishnan, G. V., Parsons, L. M. (2008). Getting to the bottom line: an exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics* (78): 65-76.
- Latif, R.A., Kamardin, H., Mohd, K.N.T., & Adam, N. C. (2013). Multiple directorships, board characteristics and firm performance in Malaysia. *Management*, 3(2), 105-111.
- Lawrence, J., & Stapledon, G. (1999). Do independent directors add value? Melbourne: Centre for Corporate Law and Securities Regulation, University of Melbourne.
- Lefort, F., & Urzua, F. (2008). “Board independence, firm performance and ownership concentration: Evidence from Chile”, *Journal of Business Research*, 61, pp 615- 622.
- Le rapport Saucier, «Rapport Final du Comité mixte sur la gouvernance d’entreprise : Au delà de la conformité, la gouvernance», Institut canadien des comptables agréés (ICCA), Bourse canadienne de croissance (CDNX) et Bourse de Toronto (TSE), novembre 2001.
- Lipton, M., & Lorsh, J.M. (1992). A modest proposal for improved corporate Governance. *Business lawyer*, 48, 59-77.
- MacAulay, K., Dutta, S., Oxner, M., & Hynes, T. (2009). The impact of a change in corporate governance regulations on firms in Canada. *Quarterly Journal of Finance and Accounting*, 29-52.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *The Journal of Finance*, 66(3), 823–872.
- M’hamid, I., Hachana, R., & Abdelwahed, O. M. R. I. (2011). Diversité genre dans le conseil d’administration et Performance des entreprises Tunisiennes Cotées. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(4).
- Myers S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5, pp. 147-175.

- Naciri, A. (2006). *Traité de Gouvernance: Théories et pratiques à travers le monde. Les presses de l'Université Laval.*
- Omri, A. (2003). Systèmes de gouvernance et performance des entreprises tunisiennes. *Revue française de gestion*, (1), 85-100.
- Pfeffer, J., and Salancik, G. R. (1978). The external control of organizations: A resource dependence perspective. *New York: Harper & Row.*
- Perry, T. O. D., & Peyer, U. R. S. (2005). Board seat accumulation by executives: A shareholder's perspective. *The Journal of Finance*, 60(4), 2083–2123.
- Phan, P. H., Lee, S. H., & Lau, S. C. (2003). The performance impact of interlocking directorates: The case of Singapore. *Journal of Managerial Issues*, 338-352.
- Pombo, C., & Gutiérrez, L. H. (2011). Outside directors, board interlocks and firm performance: Empirical evidence from Colombian business groups. *Journal of Economics and Business*, 63(4), 251-277.
- Prasanna, P. K. (2006). Corporate Governance-Independent Directors and Financial Performance: *An Empirical Analysis.*
- Rachdi, H., & El Gaid, M. (2009). L'impact de l'indépendance et de la dualité du conseil d'administration sur la performance des entreprises “. *Revue libanaise de gestion et d'économie*, PP. 129-141.
- Rebeiz, K. S. (2008). The optimum boardroom composition and the limitations of the agency theory. *J. Academy. Business Econ*, 11766350-1.
- Roudaki, J., Bhuiyan, M., & Uddin, B. (2015). Interlocking Directorship in New Zealand. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 9(3), 45-58.
- Salloum, C., & Azoury, N. (2010). Gouvernance, stress financier et performance des entreprises cas des entreprises libanaises. *La Revue des Sciences de Gestion : Direction et Gestion*, 45(243), 43-52.
- Sharma, D., and Iselin, R. (2012). The Association between Audit Committee Multiple-Directorships, Tenure, and Financial Misstatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, (31), 149-175.
- Scott, J. (1991). Networks of corporate power: A comparative assessment. *Annual review of sociology*, 17(1), 181-203.

- Sfar, D. B. T., & Léger-Jarniou, C. (2012). L'impact de l'intervention des administrateurs externes et de la taille du conseil sur la performance des entreprises: Application au contexte tunisien. *La Revue des Sciences de Gestion*, (2), 81-87.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). Newly appointed directors in the boardroom: How do women and men differ? *European Management Journal*, 26(1), 48-58.
- Thiéry-Dubuisson, S. (2002). Exigences actionnariales et réseaux d'administrateurs: à quoi répond la mise en place des comités d'audit en France? *Comptabilité-Contrôle-Audit*, 8(1), 129-150.
- Tifafi, F., & Dufour, D. (2006). Une analyse de la présence d'administrateurs indépendants au sein du conseil d'administration : contrôle ou conseil? *Comptabilité, Contrôle, Audit et Institution (s), Tunisia. Pp.CD-Rom. <halshs-00558255*.
- Uadiale, O. M. (2010). The impact of board structure on corporate financial performance in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 5(10), 155.
- Vienot, M. (1995). Le conseil d'administration des sociétés cotées Rapport du groupe de travail : *Association française des entreprises privées et CNPF*. 21 pages.
- Vienot, M. (1999). Rapport du comité sur le gouvernement d'entreprise. *AFEP et MEDEF*. 1999, 33 pages.
- Vigliano, M. H., & Barré, G. (2010). L'effet de la structure du réseau du dirigeant sur sa rémunération. *Revue française de gestion*, (3), 97-109.
- Virginia, B. (2007). Vers la construction d'une mesure composite d'indépendance des conseils d'administration. *XVIème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal*.
- Vo, D. H., & Nguyen, T. M. (2014). The impact of corporate governance on firm performance: Empirical study in Vietnam. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), 1.
- Voordeckers, W., Steijvers, T., & Mercken, R. (2008). Multiple directorships in unlisted medium-sized firms.

Wallison, P. J. (2006). All the Rage: Will Independent Directors Produce Good Corporate Governance?

Wanda, R. (2010). Conseil d'administration net Performance des entreprises conjointes Franco- Camerounaises, *Revue des Sciences de Gestion: Direction et Gestion* 45(246), 91-99.

Ye, K., Zhang, R. & Rezaee, Z. (2010). Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting* 26 (1): 47-54.

Site Internet

TMX money: The Stock Market, Canadian Stock Exchange
<https://www.tmxmoney.com/en/index.html>