



Interdépendance des mécanismes de gouvernance : Etude empirique dans le contexte canadien¹.

Paul ANDRÉ,

Professeur agrégé, HEC Montréal; Senior Lecturer – Financial Management - School of Management – University of Edinburgh, 50 George Square – William Robertson Building
Edinburgh UK EH8 9JY, +44-131-651-1375
paul.andre@ed.ac.uk

Hanen KHEMAKHEM²

Doctorante, ESG-UQAM, 2520 rue Alice Nolin #5, H4N 3G9, Montréal (QC) Canada, tel.
+15143361683, fax : +15144814508
khemakhem.hanen@courrier.uqam.ca

Ouafa SAKKA

Doctorante, HEC Montréal, 3115 rue Linton #8, H3S1S5, Montréal (QC), Canada,
tel. +15147310189, fax : +15144814508
wafa.sakka@hec.ca

Résumé

Le présent article traite de l'interdépendance entre trois mécanismes internes de contrôle des dirigeants, à savoir : la rémunération du dirigeant par des options, la propriété managériale et l'indépendance du conseil. Nous avons supposé que le recours de l'entreprise à l'un de ces mécanismes est fonction de l'utilisation des autres mécanismes. Pour tester cette hypothèse, nous avons utilisé un système d'équations simultanées solutionné moyennant la méthode du triple moindre carré. Nos résultats révèlent que les liens de causalité entre les trois mécanismes de gouvernance étudiés vont dans les deux sens suivants : de l'indépendance du conseil vers la rémunération du dirigeant par des options et de la rémunération du dirigeant par des options vers la propriété managériale dans le capital social. Ainsi, il n'existe pas de véritables liens réciproques entre les mécanismes d'intérêt. Plus particulièrement, l'indépendance du conseil ne semble pas être déterminée par les deux autres mécanismes.

Mots clés

Théorie de l'agence, contrôle des dirigeants, interdépendance des mécanismes de gouvernance, conseil d'administration, propriété managériale, rémunération des dirigeants.

¹ Nous remercions nos collègues qui ont participé au troisième colloque international de gouvernance et juricomptabilité à HEC Montréal (2004) pour leurs commentaires concernant une première version de ce travail. Nous remercions aussi le CRSH (Conseil des Recherches en Sciences Humaines du Canada) et HEC Montréal pour leur soutien financier.

² Pour adresser vos commentaires, veuillez vous adresser à Hanen Khemakhem, ESG-UQAM.

Interdépendance des mécanismes de gouvernance : Etude empirique dans le contexte canadien

INTRODUCTION

Suite aux récents scandales largement médiatisés dans le monde des affaires, (Enron, WordCom...) et aux nombreux dépassements commis par plusieurs dirigeants, la question de l'efficacité et du bon fonctionnement des mécanismes de gouvernance est devenue d'actualité. Certes, le recours aux différents mécanismes de gouvernance n'est pas sans coût pour les entreprises. Il devient alors intéressant de comprendre le choix que font les entreprises pour utiliser ou non les mécanismes de gouvernance qui sont à leur disposition. Plus précisément, nous nous intéressons dans cet article à comprendre comment les entreprises canadiennes utilisent leurs mécanismes internes de gouvernance : d'une façon complémentaire ou plutôt substituable. C'est ainsi que nous portons notre attention à la nature de la relation entre trois mécanismes, à savoir : la rémunération du dirigeant par des options, l'octroi d'actions au dirigeant et le recours aux services des administrateurs externes dans le conseil d'administration.

La majorité des recherches antérieures ayant porté sur ce sujet envisage la relation entre les mécanismes de gouvernance comme unidirectionnelle et non pas réciproque. De notre côté, nous soutenons, à l'instar de Bathala et al. (1994) et Agrawal et Knoeber (1996), l'existence d'une interrelation entre les différents mécanismes internes de gouvernance.

L'apport essentiel de cet article serait, d'abord, de vérifier l'existence d'une interrelation entre trois mécanismes internes qui n'ont pas été étudiés simultanément dans les recherches antérieures. Une autre contribution attribuable à cet article serait de tester cette relation dans le contexte canadien. En effet, les recherches antérieures ont été presque exclusivement réalisées dans le contexte américain. Malgré les similitudes entre ces deux pays, le contexte canadien présente plusieurs particularités au niveau de la régie d'entreprise. Plusieurs études montrent, notamment, que la structure de propriété des entreprises canadiennes diffère de celle des entreprises américaines. En effet au Canada, la propriété des entreprises cotées en bourse est souvent concentrée contrairement aux États Unis où elle est très dispersée. Cette différence dans la structure de propriété peut engendrer des mécanismes de gouvernance aux caractéristiques différentes (Gadhoun et al., 2005).

L'étude de l'interrelation entre les mécanismes de gouvernance est importante pour la recherche en gouvernance. Elle permettrait, en partie, de comprendre les raisons des contradictions dans les résultats des recherches antérieures. En effet, s'il y a une relation réciproque entre ces mécanismes, il est logique de s'attendre à ce que les études qui abordent cette relation dans un sens unique (absence d'endogénéité des variables explicatives du modèle) produisent des résultats contradictoires qui renseignent peu sur la réalité.

Le présent article est organisé en trois parties. Dans la première partie (cadre théorique), il s'agit de revoir les assises théoriques des recherches relatives aux mécanismes de gouvernance. Certaines études sur les relations entre les mécanismes de gouvernance seront présentées tout en critiquant leurs méthodologies. Dans la deuxième partie (cadre empirique), on présente essentiellement les hypothèses de recherche, le modèle économétrique ainsi que la description de nos sources de données. Enfin, la troisième partie est consacrée à l'interprétation des résultats.

1. CADRE THEORIQUE

1.1. LES SOURCES DU CONFLIT ENTRE LES ACTIONNAIRES ET LES DIRIGEANTS

Jensen et Meckling (1976) définissent une relation d'agence comme étant «un contrat par lequel une ou plusieurs personnes (le principal ou le mandataire) engage une autre personne (l'agent ou le mandaté) pour exécuter en son nom une tâche quelconque qui implique une délégation d'un certain pouvoir de décision à l'agent». Ils estiment, en outre, qu'une telle relation peut être à l'origine de plusieurs conflits.

Dans le cadre précis des entreprises, plusieurs relations d'agence peuvent être définies. Celle qui relie les actionnaires aux dirigeants en est une. Les adeptes de la théorie d'agence mettent, généralement, en exergue trois sources de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, à savoir la différence de perception de l'effort, du risque et de l'horizon.

Jensen et Smith (1985) précisent que l'effort fourni par le dirigeant affecte négativement sa fonction d'utilité, mais, intervient de façon positive sur celle des propriétaires. Les dirigeants, motivés uniquement par leurs propres intérêts, seront tentés de minimiser l'effort à déployer dans leur travail, ce qui risque de contrevenir aux objectifs des actionnaires.

Jensen et Smith (1985) et Charreaux (1987) avancent, en outre, que les dirigeants et les actionnaires n'adoptent pas les mêmes comportements vis-à-vis du risque. En effet, l'investissement des dirigeants en capital humain est spécifique, non diversifiable et dépend de leur présence à la tête de la firme. Ceci justifie leur grande sensibilité à la variabilité des résultats et au risque de défaillance de l'entreprise. Les propriétaires, de leur côté, disposent d'un portefeuille diversifiable ce qui leur permet de réduire le risque à encourir.

Enfin, les dirigeants et les propriétaires n'ont pas le même horizon temps. En effet, les propriétaires s'intéressent à des investissements à long terme qui leur permettent de consolider leur pouvoir dans l'entreprise. Par contre, les dirigeants investissent à court terme en fonction de leur présence dans la firme. Dans le paragraphe qui suit, nous présenterons les différents mécanismes de gouvernance susceptibles d'atténuer ces conflits. Afin de rapprocher les intérêts des dirigeants aux leurs, les actionnaires disposent de plusieurs mécanismes de gouvernance. Ces mécanismes peuvent être externes ou internes.

1.2. LES MECANISMES DE GOUVERNANCE

1.2.1. Les mécanismes disciplinaires externes

Les mécanismes externes de contrôle sont assurés essentiellement par les marchés. Fama (1980) attribue au marché des dirigeants la fonction centrale de la discipline des managers. Ces derniers sont supposés être soumis à la loi de l'offre et de la demande dans ce marché, et peuvent se voir facilement remplacer lorsqu'ils ne fournissent pas l'effort suffisant pour opérer un rendement. Ce marché est secondé par le marché des biens et de service. La concurrence sur ce marché constitue, selon Fama (1980), une autre contrainte à la mauvaise gestion des dirigeants.

Le marché financier est un autre mécanisme de discipline des dirigeants. Il offre aux actionnaires «mécontents» la possibilité de vendre leurs titres et de faire baisser par conséquent la valeur de l'entreprise. Ceci se répercutera négativement sur les dirigeants notamment en causant la baisse de leur rémunération indexée sur la performance boursière. Dans la même veine, le marché financier permet à une firme de prendre le contrôle d'une autre par différentes procédures (takeovers). Ainsi donc, il est possible, dans ce cas, de remplacer les dirigeants en place par l'opérateur de la prise de contrôle.

1.2.2. Les mécanismes disciplinaires internes

Les mécanismes disciplinaires internes auxquels nous nous intéressons sont : le conseil d'administration, la rémunération des dirigeants et la propriété managériale.

Charreaux (1987) soutient que le conseil d'administration est le mécanisme privilégié chargé de discipliner les dirigeants, puisqu'il représente les intérêts des actionnaires (Charreaux, 1997). Dans son rôle de contrôle des décisions, le CA dispose de deux moyens d'action essentiels pour discipliner les dirigeants à savoir, le choix de leur système de rémunération et la possibilité de les révoquer (Charreaux, 1997).

Plusieurs auteurs se sont intéressés à la composition que doit avoir le CA pour jouer efficacement son rôle disciplinaire. Certains avancent que la présence d'administrateurs externes dans le conseil permet d'éviter le risque de collusion entre le dirigeant et les administrateurs internes (Schaffer, 2002). D'autres trouvent que la présence des administrateurs internes dans le conseil est nécessaire car ils sont susceptibles d'apporter au conseil une connaissance plus précise du contexte et de l'activité de l'entreprise. Certains auteurs avancent ainsi que le même nombre des deux types d'administrateurs serait la meilleure solution (Kells et Rogers, 1997).

Les systèmes de rémunération des dirigeants comptent aussi parmi les mécanismes disciplinaires internes de l'entreprise. Le choix du système de rémunération « optimal » des dirigeants a fait l'objet de plusieurs études en gouvernance. Ce choix pose, en effet, un problème sérieux, notamment parce que l'agent est averse au risque, et que ni l'effort de celui-ci ni l'état de monde ne sont parfaitement observables pour le CA.

La solution générale proposée dans la littérature à ce sujet est de prévoir dans la rémunération une partie fixe, qui vise à réduire le risque du dirigeant, et une partie variable qui lui transmettrait une partie du risque des actionnaires (Rees, 1985). Larcker (1983) présente une analyse intéressante mettant en exergue l'avantage du recours aux options dans la rémunération des dirigeants. En effet, il avance que l'utilisation des options incite les dirigeants à s'engager dans des investissements risqués et à recourir de façon plus importante à l'endettement, puisque la valeur de l'option est d'autant plus importante que le risque est élevé.

D'un autre côté, Jensen et Meckling (1976) démontrent le rôle de la propriété managériale dans la discipline du comportement opportuniste des dirigeants. Pour ce faire, ils comparent le comportement d'un dirigeant qui détient 100% du capital de l'entreprise qu'il gère au

comportement qu'adoptera ce même dirigeant s'il vend une partie de ce capital à des actionnaires externes. Ils avancent qu'un dirigeant propriétaire assume à lui seul les coûts de ses dépenses improductives (sous forme par exemple de consommation de privilèges non pécuniaires). Mais, s'il se départit d'une partie de ce capital, «a%», il n'encourra qu'une partie de ces mêmes coûts, égale à $[100 - a]\%$. En effet, les actionnaires externes assumeront une partie de ces coûts, ce qui incitera le dirigeant à augmenter ses dépenses improductives³. Étant donné que les décideurs dans l'entreprise disposent d'une panoplie de mécanismes internes de gouvernance, Agrawal et Knoeber (1996) suggèrent que la détermination du niveau d'utilisation des mécanismes internes de gouvernance se fait d'une manière conjointe dans l'entreprise. C'est ainsi que plusieurs études en gouvernance ont commencé à s'intéresser à l'interdépendance qui existe entre ces différents mécanismes.

1.3. ÉTUDES SUR LES RELATIONS ENTRE LES MECANISMES INTERNES DE GOUVERNANCE

Nous avons relevé dans la littérature l'existence de deux groupes de recherche portant sur la relation entre les mécanismes de gouvernance. Le premier groupe envisage l'existence d'une relation simple, unidirectionnelle entre ces mécanismes. Dans ce groupe, les auteurs fixent un mécanisme (qui apparaît comme variable explicative) pour étudier son impact sur un autre (apparaît alors comme variable à expliquer). Ceci écarte ainsi l'idée d'une détermination simultanée de l'utilisation des mécanismes internes dans l'entreprise. Le deuxième groupe d'auteurs envisage plutôt l'existence d'une interrelation entre ces mécanismes en l'étudiant à travers un système d'équations simultanées. Nous décrivons ci-après ces deux groupes de recherche.

³La vision de Jensen et Meckling (1976) de la convergence des intérêts est contredite par deux autres conceptions de la relation entre la performance organisationnelle et la propriété managériale, celle de la neutralité (Demsetz, 1993) et celle de l'enracinement (Charreaux, 1997).

1.3.1. Études des relations simples entre les mécanismes internes de gouvernance

- La relation indépendance du conseil d'administration/ rémunération des dirigeants

Les auteurs de la gouvernance supposent qu'un CA performant réussira à : (i) contrôler les hausses excessives des niveaux de rémunération des dirigeants et (ii) à donner un poids important à la partie variable de la rémunération tout en la reliant à la performance de l'entreprise. Ceci incitera les dirigeants à se comporter conformément aux intérêts des actionnaires.

Les études empiriques ayant testé ces hypothèses sont nombreuses. Elles abordent la relation indépendance du conseil/rémunération du dirigeant, comme une relation unidirectionnelle. Elles supposent, en effet, que le CA est susceptible de déterminer la rémunération, mais que le niveau de celle-ci n'a aucun impact sur la détermination des caractéristiques du CA. Ces études utilisent dans leur majorité la méthode de régression multiple, parce que leur modèle de départ est supposé vérifier la caractéristique de l'indépendance entre les variables explicatives et les erreurs, condition nécessaire à l'application de cette méthode.

Les recherches ayant utilisé cette méthodologie aboutissent généralement à des résultats contradictoires. La première catégorie des études s'intéresse à la relation entre les différents proxies de l'indépendance du CA et le niveau de la rémunération des dirigeants. Dans ce cadre, Lambert et al. (1993) et Allen (1981) ont trouvé qu'il y a une relation positive et significative entre le pourcentage des administrateurs externes et le niveau de rémunération des dirigeants, ce qui va à l'encontre de leurs hypothèses de départ. Par contre, Hallock (1997) a trouvé qu'en moyenne, les dirigeants des entreprises qui ont des administrateurs réciproques (donc moins indépendants) reçoivent des rémunérations supérieures par rapport aux entreprises sans ce type d'administrateurs.

Yermack (1996), de son côté, a trouvé que la rémunération des dirigeants augmente avec la taille du CA. Il est à noter toutefois que cet auteur a étudié seulement la partie liquide (cash remuneration) de la rémunération des dirigeants de son échantillon. Core et al. (1999) ont trouvé un même résultat dans un échantillon de 205 entreprises, mais en prenant en compte toute la rémunération des dirigeants, aussi bien dans sa partie à court terme que celle à long terme.

En outre, Lambert et al. (1993), Angbazo et Narayanan (1997), Finkelstein et Hambrick (1989) et Core et al. (1999) ont trouvé que la relation entre la part du capital détenu par les administrateurs externes et la rémunération est non significative. Boyd (1994) a trouvé, par contre, une relation négative et significative entre la part du capital détenu par les administrateurs externes et la rémunération des dirigeants. Enfin, Core et al. (1999) et Boyd (1994) ont trouvé que le niveau de la rémunération du dirigeant augmente lorsque le dirigeant est lui-même président du CA.

Une deuxième catégorie d'études s'intéresse plutôt à la relation entre l'indépendance du CA et la structure de la rémunération des dirigeants. Beatty et Zajac (1994) ont trouvé que la partie variable de la rémunération diminue lorsque le nombre d'administrateurs externes augmente. Mehran (1995) a trouvé, par contre, que cette partie de la rémunération augmente avec le nombre des administrateurs externes. Cependant, ce mode de rémunération devient limité s'il y a un administrateur externe qui détient une part significative du capital. Enfin, Angbazo et Narayanan (1997) n'ont pas trouvé de relation significative entre ces deux variables. Par ailleurs, ces auteurs ont pu trouver que les CA qui comprennent des administrateurs ayant une bonne réputation attribuent à leurs dirigeants plus des rémunérations à long terme (options et actions).

Beatty et Zajac (1994) ont trouvé, de leur côté, que les entreprises où les fonctions de dirigeant et de président du conseil sont séparées attribuent à leurs dirigeants une faible proportion de rémunération provenant de sources non liquides, ce qui implique un manque d'incitation des dirigeants à agir dans l'intérêt des actionnaires. Le tableau 1 résume l'ensemble de ces travaux avec plus de détails.

(tableau 1)

Ces propos montrent qu'aucune conclusion générale ne peut être dégagée à partir de ces travaux. Il est à remarquer enfin que l'ensemble de ces études suppose l'existence d'une relation positive entre l'indépendance du CA et la discipline des dirigeants par la rémunération. Ainsi, ces deux mécanismes de gouvernance sont supposés être complémentaires. Nous pouvons pourtant penser qu'il s'agit plutôt de deux mécanismes substituables. En effet, on peut soutenir qu'un CA suffisamment indépendant dispose du pouvoir nécessaire pour contrôler directement les décisions du dirigeant sans devoir nécessairement recourir à la rémunération pour le discipliner.

- La relation rémunération du dirigeant/ propriété managériale

Il y a moins de recherches qui étudient la relation entre la rémunération du dirigeant et sa propriété en capital. En effet, il est plus courant de mesurer l'efficacité de la propriété managériale comme mécanisme de gouvernance en étudiant directement son impact sur la performance de l'entreprise (Morck et al., 1988).

Nous avons cependant trouvé quelques études qui font exception à ce constat. Dans ce cadre, les auteurs supposent généralement qu'il y a une relation négative entre la propriété du manager et le recours à la rémunération pour le discipliner. En effet, en étant lui-même propriétaire il aura suffisamment d'incitation pour bien agir. Les résultats obtenus sont divergents.

Mehran (1995) a trouvé que plus la propriété du manager est élevée, moins la part d'options dans sa rémunération sera importante, ce qui confirme son hypothèse de départ. Dans la même veine, Allen (1981) a trouvé que la rémunération du dirigeant est moins élevée lorsque la part du capital qu'il détient lui et sa famille augmente. Toutefois, Holderness et Scheehan (1988) ont trouvé le contraire. Leurs résultats montrent, en effet, que les dirigeants qui détiennent plus que 50% du capital reçoivent marginalement des salaires plus élevés que leurs homologues. Les résultats de Lambert et al. (1993) et de Core et al. (1999) vont dans le même sens.

Ces derniers résultats laissent penser que la détention d'une part importante du capital par le manager confère à celui-ci un pouvoir considérable ce qui lui permet de s'octroyer des avantages excessifs, tels qu'une rémunération plus élevée que la moyenne.

- La relation indépendance du CA/ propriété managériale

À ce niveau aussi, nous n'avons pas pu identifier beaucoup de recherches qui se sont intéressées à la relation entre la propriété managériale et l'indépendance du conseil. La recherche que nous avons pu identifier est celle de Beatty et Zajac (1994). Ces auteurs soutiennent qu'en l'absence d'une propriété en capital importante détenue par le manager, celui-ci aura tendance à se comporter d'une façon opportuniste. Alors, les actionnaires auront tendance à augmenter l'indépendance du CA pour contrôler le dirigeant.

Beatty et Zajac (1994) s'attendent alors à une relation négative entre la part du capital détenue par le manager et la part des administrateurs externes dans le conseil. Les résultats obtenus confirment cette hypothèse.

L'ensemble des travaux mentionnés ont envisagé la relation dans un sens unidirectionnel. Dans le prochain paragraphe, nous évoquons des auteurs qui ont abordé cette relation autrement. Ils envisagent, en effet, qu'il existe une interrelation (donc une relation réciproque) entre les différents mécanismes de gouvernance.

1.3.2. Études sur l'interrelation entre les mécanismes internes de gouvernance

Comme déjà précisé, il n'y a aucune recherche qui s'est intéressée à l'étude de l'interrelation entre les trois mécanismes internes auxquels nous nous intéressons dans cet article (la rémunération du dirigeant, la propriété managériale et l'indépendance du CA). Nous citons alors les recherches dont les modèles impliquent, au moins, l'un de ces trois mécanismes.

L'avantage des études qui reconnaissent l'existence d'une interrelation entre les mécanismes de gouvernance est qu'elles supposent une détermination conjointe et simultanée de l'utilisation des mécanismes de gouvernance dans l'entreprise. De ce fait, un mécanisme de gouvernance qui est utilisé comme une variable explicative dans l'équation de détermination d'un autre mécanisme ne peut plus être traité comme une variable exogène. Au contraire, tous les mécanismes de gouvernance sont maintenant traités comme des variables endogènes, déterminées par le système d'équations lui-même. C'est ainsi que l'utilisation de la méthode de régression n'est plus adaptée dans ce cas. En effet, l'hypothèse d'indépendance des variables explicatives et des erreurs se trouve violée (Gujarati, 1988).

Dans ce cas, c'est la méthode des équations simultanées qui est plus adaptée, puisqu'elle reconnaît l'endogénéité des variables explicatives et essaye de résoudre le système à travers l'instrumentation de celles-ci. C'est ainsi que l'ensemble des études que nous citerons ci-après utilise cette méthodologie de recherche.

Ainsi par exemple, Jensen et al. (1992) se sont intéressés à la relation entre la propriété interne, la politique d'endettement et la politique de dividende. Selon eux, il s'agit de trois politiques organisationnelles dont la détermination dépend de certains facteurs communs. Ils ont exprimé cette interrelation attendue à travers un système de trois équations simultanées, étudié sur les deux années 1982 et 1987.

Les résultats de la méthode des Triples Moindres Carrés (ou 3SLS) leur ont permis de conclure que les entreprises qui ont une propriété interne importante choisissent des niveaux de dette et de dividende moins élevés. Ceci confirme l'hypothèse initialement émise par les auteurs concernant la substituabilité entre ces trois mécanismes. Il est à mentionner cependant que, dans l'équation de la propriété interne, ni le ratio d'endettement ni les paiements de dividendes n'apparaissent comme significatifs. Les auteurs expliquent ce résultat par le fait que la causalité s'exerce de la propriété interne vers les décisions financières de la firme et non le contraire.

Dans la même veine, Bathala et al. (1994) soutiennent qu'il existe une relation négative entre la propriété institutionnelle, la politique d'endettement et la propriété managériale. Leur modèle contient seulement deux équations avec la dette et la propriété managériale comme variables dépendantes à expliquer et la propriété institutionnelle comme variable explicative. Ce choix de ne pas mettre une équation où la propriété institutionnelle serait une variable dépendante est motivé par le fait que l'entreprise subit le contrôle par la propriété institutionnelle et ne décide pas de son niveau. Cependant, elle ajuste l'utilisation de ses mécanismes internes de gouvernance en fonction du degré d'efficacité du contrôle exercé par ce type d'actionnaires. Alors, les déterminants de la propriété institutionnelle sont extérieurs à l'entreprise et différents des déterminants des deux autres variables endogènes du système, à savoir le niveau de l'endettement et la propriété managériale.

Les résultats de la méthode de Doubles Moindres Carrés (ou 2 SLS) utilisée par les auteurs soutiennent l'existence d'une relation négative entre la propriété institutionnelle d'une part et le niveau d'endettement et la propriété managériale d'autre part. Par contre, la relation entre la dette et la propriété managériale apparaît comme non significative. Les auteurs concluent alors que le lien de causalité ne s'exerce pas directement entre ces deux variables mais indirectement à travers la propriété institutionnelle.

Chung et Pruitt (1994), de leur côté, s'intéressent à l'étude de l'interrelation qui existe entre la propriété managériale, la rémunération du dirigeant et la valeur de l'entreprise (mesurée par le ratio Tobin's Q^4). Ils soutiennent l'existence d'une relation positive entre ces trois variables. En effet, un dirigeant propriétaire aura intérêt à bien gérer l'entreprise, ce qui se répercutera positivement sur la valeur de celle-ci et donc sur son Tobin's Q .

⁴ Ce ratio est égal à la valeur de marché de la firme divisée par la valeur de remplacement de ses actifs.

En même temps, ce ratio reflète les opportunités de croissance de l'entreprise. Pour bien exploiter ces opportunités, l'entreprise aura intérêt à inciter son dirigeant à assurer une bonne gestion, en lui octroyant des actions dans le capital. Ceci justifie la relation réciproque et positive attendue entre la propriété managériale et la valeur de l'entreprise. D'un autre côté, les entreprises avec des opportunités de croissance importantes recruteront les meilleurs dirigeants sur le marché, et donc ceux qui sont les mieux payés. D'où le lien positif prévu entre la rémunération du dirigeant et la valeur de l'entreprise.

Les auteurs ne prévoient cependant aucune relation entre la rémunération du dirigeant et la part du capital qu'il détient. En effet, aucune de ces variables n'apparaît comme explicative dans l'équation de l'autre, ce qui nous paraît une limite à cette recherche. Comme déjà expliqué précédemment, il s'agit de deux mécanismes internes de gouvernance, donc l'utilisation de l'un peut affecter directement l'utilisation de l'autre. Les auteurs résolvent le problème par la méthode 3 SLS et trouvent des résultats qui confirment les liens positifs prévus entre les trois variables. En outre, les R2 trouvés sont compris entre 39 et 57%. Ceci montre que la variance expliquée par le modèle est importante, ce qui est un grand avantage dans cette étude.

Agrawal et Knoeber (1996) se sont intéressés à l'étude de la relation qui existe entre sept mécanismes de gouvernance d'une part, et entre ces mêmes mécanismes et la performance de l'entreprise d'autre part. Selon ces auteurs, la détermination du niveau d'utilisation des mécanismes internes de gouvernance (qui comprennent dans cette étude : la composition du conseil, le recours au marché de travail pour les dirigeants, le niveau d'endettement et la propriété interne) est décidée dans l'entreprise de façon à maximiser la valeur de celle-ci.

Par contre, les décideurs internes n'ont aucun contrôle sur le fonctionnement des mécanismes externes de gouvernance (la concentration de la propriété entre les mains d'investisseurs externes, l'activité dans le marché de contrôle des entreprises et la propriété institutionnelle). Ainsi, ils prévoient, qu'à l'équilibre, la variation dans l'utilisation d'un mécanisme interne ne devrait avoir aucun impact sur la performance organisationnelle. Toute variation dans cette performance, ne peut être due qu'aux mécanismes externes. En effet, ceux-ci ne fonctionnent pas nécessairement d'une façon qui maximise la valeur de l'entreprise. Économétriquement parlant, ceci devrait se traduire par des coefficients non significatifs des différents mécanismes de gouvernance internes dans l'explication de la performance organisationnelle.

Dans un premier temps, les auteurs ont estimé par 2 SLS un système de sept équations dans lesquelles l'un des sept mécanismes de gouvernance apparaît à chaque fois comme la variable dépendante, avec les six autres mécanismes comme variables explicatives, sans inclure la performance de l'entreprise.

Agrawal et Knoeber (1996) ont trouvé qu'il y a une certaine tendance dans les résultats qui confirme l'existence d'une interrelation entre les mécanismes de gouvernance. En effet, ils ont trouvé qu'un marché de contrôle plus actif a un impact positif et significatif sur la concentration de propriété et la propriété institutionnelle. Ceci suggère l'existence d'une certaine complémentarité entre ces mécanismes. D'un autre côté, ils ont trouvé qu'il y a une relation négative entre la concentration de propriété et la propriété institutionnelle. Ils concluent alors qu'il s'agit de deux mécanismes alternatifs de gouvernance.

Cette étude est critiquable à plusieurs niveaux. Notamment, les R2 trouvés sont inférieurs à 12% (pour les résultats 2 SLS). Ceci montre que la variance expliquée est minime. Ainsi, les résultats trouvés doivent être interprétés avec précaution.

De leur côté, Baghat et Black (2000) ont essayé de vérifier l'existence d'une relation entre l'indépendance du conseil et la performance de la firme à long terme. Ils ont conduit leur étude sur la période rétrospective 1988 à 1990 et sur la période prospective 1991 à 1993. La relation prévue entre les deux variables d'intérêt est une relation réciproque. A travers la résolution d'un système d'équations simultanées par la méthode 3 SLS, les auteurs ont pu supporter seulement la moitié de la relation prévue. Ainsi, ils ont trouvé que les entreprises ayant une performance faible augmentent le nombre de leurs administrateurs externes. Cependant, l'existence d'un nombre élevé d'administrateurs externes dans le conseil n'améliore pas nécessairement la performance. Ce résultat rejoint celui de Agrawal et Knoeber (1996) et montre que, contrairement à ce que prévoient les chercheurs en gouvernance, les administrateurs externes n'agissent pas toujours dans le meilleur de l'entreprise. Ils peuvent, en effet, avoir des aspirations personnelles qu'ils font prévaloir sur l'objectif de maximisation de la valeur des actionnaires. Le tableau 2 résume ces différentes études.

(tableau 2)

Même si elles sont critiquables, ces recherches montrent qu'il y a un intérêt croissant porté à l'étude de l'interdépendance (et non pas seulement des relations simples) entre les différents mécanismes de régulation dans l'entreprise. L'apport essentiel de la présente recherche serait d'examiner cette interdépendance entre trois mécanismes internes qui n'ont pas encore été étudiés dans la littérature. Aussi, toutes les recherches citées ici ont été faites dans le cadre d'entreprises américaines. Le fait de faire cette étude dans le cadre canadien est en soi un apport important. Nous décrivons, dans ce qui suit, notre cadre empirique.

2. CADRE EMPIRIQUE

2.1. HYPOTHESES DE RECHERCHE

Le fonctionnement des mécanismes de gouvernance externes est indépendant de la volonté des décideurs internes à l'entreprise. Ces derniers ont par contre le contrôle du niveau d'utilisation des mécanismes internes de gouvernance. Cependant, l'utilisation de ces mécanismes n'est pas démunie de coûts. Par exemple, Bathala et al. (1994) précisent qu'une propriété managériale excessive peut mener à des problèmes d'enracinement. Ainsi, les mécanismes de vote et de prise de contrôle peuvent échouer si le dirigeant détient le contrôle. De même, le recours à un conseil qui est constitué exclusivement d'administrateurs indépendants peut renforcer le pouvoir de ces derniers dans l'entreprise et les encourager à entreprendre des actions qui servent leurs propres intérêts et non pas ceux des actionnaires.

Ces propos laissent supposer que la relation entre les différents mécanismes de gouvernance est négative (mécanismes substitués) puisque le recours à plusieurs mécanismes à la fois risque de coûter cher à l'entreprise. Cependant, certains autres auteurs soutiennent qu'il y a plutôt une relation positive entre ces mêmes mécanismes. En effet, plusieurs auteurs supposent, par exemple, qu'en étant plus indépendant, le CA exercera un contrôle plus efficace sur les dirigeants en limitant le niveau de leur rémunération et en reliant la partie variable de cette même rémunération à la performance organisationnelle (Hallock, 1997 ; Yermack, 1996 ; Core et al., 1999 et Boyd, 1994). Dans cette perspective, la relation entre l'indépendance du CA et la discipline des dirigeants à travers la rémunération est supposée être positive.

Etant donné ces propositions antagonistes ainsi que les résultats mixtes des recherches empiriques, nous choisissons dans cet article d'énoncer des hypothèses de recherche non directionnelles.

Nous nous contentons de prévoir l'existence d'une interdépendance ou relation réciproque entre les mécanismes de gouvernance et laisserons le sens de cette relation (négative ou positive) se dégager des données empiriques.

Nos hypothèses de recherche s'énoncent alors comme suit :

H₁ : il y a une influence réciproque entre la proportion de la rémunération des dirigeants sous forme d'options (par rapport à sa rémunération totale) et la proportion du capital détenu par le manager.

H₂ : il y a une influence réciproque entre la proportion du capital détenu par le dirigeant et le nombre des administrateurs externes dans le conseil.

H₃ : il y a une influence réciproque entre la proportion de la rémunération des dirigeants sous forme d'options (par rapport à sa rémunération totale) et le nombre des administrateurs externes dans le conseil.

2.2. MODELE ECONOMETRIQUE

Pour capter les interrelations entre les trois mécanismes de gouvernance auxquels nous nous intéressons dans la présente étude, nous utilisons un système d'équations qui reconnaît l'endogénéité des variables explicatives étudiées. Notre modèle est constitué des trois équations suivantes :

$$(Eq1) \quad CEOCOMP = \alpha + \beta_{11}TENURE + \gamma_{11}MGROWN + \gamma_{12}BOARDIND + \varepsilon_1$$

$$(Eq2) \quad MGROWN = \alpha_2 + \beta_{21}TA + \beta_{24}DT + \gamma_{21}CEOCOMP + \gamma_{23}BOARDIND + \varepsilon_2$$

$$(Eq3) \quad BOARDIND = \alpha_3 + \beta_{31}TA + \beta_{32}BLOCK + \gamma_{31}CEOCOMP + \gamma_{32}MGROWN + \varepsilon_3$$

La première équation explique la rémunération du chef de la direction (*CEOCOMP*), la deuxième est relative à la propriété managériale (*MGROWN*) et la troisième est consacrée à l'explication de l'indépendance du conseil d'administration (*BOARDIND*).

Le tableau 3 définit les variables ainsi que leurs mesures respectives.

(tableau 3)

2.3. RELATIONS ATTENDUES ENTRE LES VARIABLES D'INTERET

La taille (TA)

Puisque le manager est supposé être averse au risque, il ne voudra pas trop investir dans la firme car il encourt des coûts de sous diversification (Charreaux, 1997). Il n'acceptera d'investir que si les taux de rendements sont importants pour compenser ce risque. Les limites de la richesse managériale rend plus coûteux pour lui d'avoir des intérêts de contrôle dans des entreprises de taille importante. Alors, la propriété managériale devrait être négativement reliée à la taille de la firme.

Selon Tran (2000), les entreprises de plus grande taille, donc les plus visibles sont les plus susceptibles de recourir à des administrateurs externes. Nous anticipons donc une relation positive entre la taille de l'entreprise et le nombre des administrateurs externes dans le conseil.

Ancienneté du dirigeant (TENURE)

Selon Chung et Pruitt (1996), la compensation sous forme d'options est plus importante pour les managers avec plus d'ancienneté dans l'entreprise. Alors, nous nous attendons à une relation positive entre la rémunération et l'ancienneté du dirigeant.

La dette (DT)

Les tenants de la théorie de gouvernance considèrent la dette comme étant un mécanisme interne de gouvernance. Elle permet en effet de limiter les liquidités dont dispose le manager en l'obligeant à faire des paiements périodiques (Jensen et al., 1992 et Bathala et al., 1994). Cependant, l'utilisation de la dette présente un certain coût (nouveaux coûts d'agence entre les créanciers et les propriétaires). Donc, nous supposons que l'utilisation des autres mécanismes de gouvernance réduirait le recours à la dette et vice versa. Ainsi, nous nous attendons à une relation négative entre la dette et la propriété managériale.

La concentration de la propriété (BLOCK)

Etant donné que la concentration de la propriété (BLOCK), constitue un mécanisme de gouvernance, elle peut constituer un mécanisme alternatif à l'intéressement du manager dans le capital. En effet, les actionnaires majoritaires disposent des droits de vote qui leur permettent de contrôler les décisions du manager. Ainsi, nous nous attendons à une relation négative entre ces deux variables (BLOCK /indépendance du CA).

2.4. LES SOURCES DES DONNEES

La présente étude est réalisée sur un échantillon de 228 firmes canadiennes cotées à la bourse de Toronto (TSX 300). Les informations recueillies sur les différents mécanismes de gouvernance portent sur l'année 1999 et sont extraites des circulaires de la direction. Les informations financières sont plutôt tirées des bases de données TSE-Western (version 1999) et de Stock Guide (version juillet 2000). Les secteurs couverts par les données sont au nombre de huit (biotechnologie, produits forestiers, produits industriels, haute technologie, produits de consommation, produits industriels et de construction, commerce de détail et média).

3. RÉSULTATS

3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Le tableau 4 contient les statistiques descriptives de notre échantillon et montre que ce dernier est caractérisé par une rémunération des dirigeants sous forme d'options qui représente en moyenne 14,19% de leur rémunération totale. Ces dirigeants ont en moyenne une ancienneté de 5 années. En outre, le dirigeant détient en moyenne 9,8% du capital social.

(tableau 4)

Le nombre des administrateurs indépendants du conseil d'administration est en moyenne de 5. La taille des entreprises étudiées (mesurée par la capitalisation boursière) est très variable. Nous avons alors opté pour l'utilisation du logarithme de cette variable, notamment pour assurer sa linéarité et réduire sa variance.

Le ratio moyen d'endettement des entreprises étudiées est de l'ordre de 35,8%. Enfin, il y a un investisseur, autre que le haut dirigeant, qui détient 20% ou plus du capital social (blockholding) dans 56% des entreprises de l'échantillon (résultats non tabulés).

Le tableau 5 fournit la matrice de corrélation des variables de notre système d'équations. On remarque que la rémunération sous forme d'options du manager est corrélée positivement et significativement à la propriété managériale. De même, ce premier mécanisme de gouvernance est relié positivement et de façon significative au nombre des administrateurs externes dans le conseil d'administration. Ces deux relations positives montrent que dans notre échantillon, ces mécanismes de gouvernance sont complémentaires, ce qui supporte les arguments de certains auteurs de la gouvernance.

(tableau 5)

La corrélation entre la taille de l'entreprise (mesurée par le logarithme de la capitalisation boursière) et la rémunération par options du manager est positive et significative. Les entreprises de plus grande taille recourent donc plus à la rémunération de leurs managers par des options. Ceci supporte le signe attendu de la relation. De même, conformément à nos attentes, la taille de l'entreprise est reliée de façon positive et significative au nombre des administrateurs externes dans le CA. Contrairement à nos attentes, l'ancienneté du dirigeant semble être négativement reliée à la proportion de sa rémunération sous forme d'options. De même, la dette apparaît comme positivement et significativement corrélée à la propriété managériale ce qui contredit nos attentes. Enfin, deux relations significatives pour lesquelles aucune attente n'a été avancée dans le présent article peuvent être relevées dans le tableau 4 : d'abord la relation positive entre la dette et la propriété managériale et ensuite la relation aussi positive entre la présence d'un actionnaire majoritaire et l'indépendance du CA. Les corrélations entre les autres paires de variables sont non significatives.

3.2. RESULTATS DE L'ANALYSE

Le tableau 6 résume et compare les résultats des analyses par MCO (OLS) et par TMC (3 SLS)⁵.

(tableau 6)

Dans la première équation où on explique la rémunération du dirigeant, seule l'indépendance du CA est positive et significative. Ce résultat montre que le nombre d'administrateurs externes dans le conseil d'administration influence positivement l'octroi d'options aux managers. D'un autre côté, le signe positif de l'indépendance du conseil montre que les entreprises de notre échantillon utilisent ce mécanisme conjointement avec la rémunération du dirigeant avec des options.

Dans la deuxième équation expliquant la propriété managériale dans le capital de l'entreprise, trois variables sont significatives, à savoir : la rémunération du dirigeant, la taille de l'entreprise et la dette. D'abord, la rémunération des managers avec des options influence positivement sa propriété dans le capital. Ceci montre que les entreprises de notre échantillon utilisent ces deux mécanismes de gouvernance d'une façon simultanée. Le fait que la propriété managériale n'influence par la rémunération du dirigeant (d'après la première équation) montre que le lien de causalité entre ces deux variables s'exerce dans un sens unique allant de la rémunération vers la propriété du manager et non le contraire. D'un autre côté, le lien négatif entre la taille de la firme et la propriété managériale est confirmé par nos résultats. En effet, on suppose que l'aversion au risque du manager et les limites de sa richesse rendent plus coûteux pour lui de participer au capital d'une grande entreprise. Enfin, contrairement à ce qu'on a prévu, la dette a un impact positif et significatif sur la propriété managériale. Ainsi, ces deux mécanismes de gouvernance du dirigeant sont utilisés conjointement par les entreprises de notre échantillon.

Dans la troisième équation, ni la rémunération du manager ni sa propriété dans le capital ne semblent affecter l'indépendance du conseil d'administration.

⁵ Nous interprétons uniquement les résultats de la méthode triple moindre carré (3SLS). Les résultats de la méthode MCO (OLS) sont présentés à titre comparatif uniquement.

Ceci peut être expliqué par les propos de Charreaux (1997) selon lequel l'indépendance du CA est le mécanisme le moins coûteux pour le contrôle des dirigeants. Ainsi, les entreprises de notre échantillon semblent l'utiliser sans nécessairement tenir compte du niveau d'utilisation des autres mécanismes. Comme prévu, les entreprises de plus grande taille font plus recours aux administrateurs externes. En effet, le lien entre la taille de l'entreprise et l'indépendance du CA est positif et significatif. Cependant, contrairement à ce qu'on a prévu la concentration de propriété (présence d'un actionnaire qui détient plus que 20% du capital) affecte positivement le nombre des administrateurs externes dans le CA. Dans les entreprises de notre échantillon, ces deux mécanismes semblent être complémentaires et non supplémentaires comme on a prévu.

CONCLUSION

L'objectif premier de cet article était d'étudier la relation entre trois mécanismes internes de gouvernance à savoir la rémunération du dirigeant par des options, la propriété managériale et l'indépendance du conseil. Pour tenir compte du caractère conjoint et simultané de la détermination du niveau d'utilisation de chacun des mécanismes, nous avons opté pour un système d'équations simultanées. Une telle méthodologie permet de reconnaître l'endogénéité des variables explicatives et de produire des coefficients plus justes par rapport à ceux produits par MCO.

Nos résultats empiriques montrent que les liens de causalité entre les trois mécanismes de gouvernance étudiés vont dans les deux sens suivants : de l'indépendance du CA vers la rémunération du dirigeant par des options et de la rémunération du dirigeant sous forme d'options vers la propriété managériale dans le capital social. Ainsi, il n'existe pas de véritables liens réciproques entre les mécanismes d'intérêt. Plus particulièrement, l'indépendance du CA ne semble pas être déterminée par les deux autres mécanismes.

Cette recherche peut être critiquée sur plusieurs aspects, notamment celui des mesures des variables étudiées. Des mesures plus raffinées existent dans la littérature et peuvent être utilisées dans des recherches futures. Dans notre cas, la non disponibilité de certaines données nous a obligés de faire recours aux mesures utilisées.

Cette étude contribue à la recherche en gouvernance en étudiant l'interdépendance entre trois mécanismes de gouvernance dans le contexte canadien. D'autres études menées dans d'autres

contextes comme celui européen, permettront de faire des comparaisons et de se prononcer sur les particularités de chaque contexte en terme de régie d'entreprises.

En outre, il serait intéressant d'étudier la relation entre le comportement des entreprises en terme d'utilisation (simultanée ou plutôt exclusive) de leurs mécanismes internes de gouvernance et leur performance.

BIBLIOGRAPHIE

- Agrawal, A. et C. Knoeber. 1996. « Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 31, no. 3, p. 377-397.
- Alchian, A. et H. Demsetz. 1973. « Production, information costs, and economic organization ». *American Economic Review*, vol. 62, p. 777-795.
- Barnhart, S.W. 1998. « Board composition, managerial ownership, and firm performance : an empirical analysis ». *The Financial Review*, vol. 33, p. 1-16.
- Bathala et al. 1994 « Managerial ownership, debt policy, and the impact of institutional holdings : an agency perspective ». *Financial Management*, vol. 23, no. 3, p. 38-50.
- Bhagat, S. et B. Black. 2000. « Board independence and long term firm performance », Stanford Law School, 40p. Disponible sur www.ssrn.com
- Ben Tahar, H. 2001. L'impact des mécanismes de régie sur la performance de la firme. Mémoire de maîtrise. École des Hautes Études Commerciales. 99p.
- Bushman, R., E. Engel et A. Smith. 2004. « Financial Accounting Information, Organisational Complexity and Corporate Governance System », *Journal of Accounting and Economics*, 37(2004), p.167-201.
- Demsetz, H. 1983. « The Structure of Ownership and the Theory of the Firm », *Journal of Law and Economics*, 26, June, p. 375-390.
- Charreaux, G. 1987. « La théorie positive de l'agence : une synthèse de la littérature », in *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise*, Economica, p. 21- 55.
- Charreaux, G. 1997. *Gouvernement des entreprises : théories et faits*. Economica, Paris.
- Chung, K.H. et S.W. Pruitt. 1996. « Executive ownership, corporate value and executive compensation : a unifying framework ». *Journal of Banking and Finance*, vol. 20. P.1135-1159.
- Conyon, M.J. et S.L. Peck. 1998. « Board control, remuneration committees and top management compensation », *Academy of Management Journal*, vol.41, no. 2, p. 146-157.
- Core, J.E., R.W. Holthausen et D. Larcker. 1999. « Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance ». *Journal of Financial Economics*, vol. 51, no. 3, p. 371-406.

- Fama, E.F. 1980. « Agency problems and theory of the firm ». *Journal of Political Economy*, vol. 88, no. 2, p. 288-307.
- Gadhoum Y., J.P. Gueyié et M. Chahloul. 2005. Le conseil d'administration dans la gouvernance des entreprises nord-américaines. Papier de recherche disponible sur ; www.esg.uqam.ca/document. A venir dans Gestion2000.
- Gujarati, D.N. 1988. *Basic Econometrics*, McGraw Hill
- Hill, W.L. et P. Phan. 1991. « CEO Tenure as determinant of CEO pay », *Academy of Management Journal*, vol.34, no. 3 p. 707-717.
- Jensen, G.R, D.P. Solberg et T.M. Zorn. 1992. « Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies ». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, no. 2, p. 247-263.
- Jensen, M. et W. Meckling. 1976. « Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure ». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305-360.
- Jensen, M.C et C.W. Smith. 1985. *Stockholder, manager and creditor interests: applications of agency theory in the modern corporate finance*. Mac Graw – Hill , NY.
- Kells, S et M. Rogers. 1997. «Executive remuneration, board structure, corporate strategy and firm performance: a taste of the literature». Working Paper no 22/97, Melbourne Institute, 21 p.
- Lambert, R.A., D.F. Larcker et K. Weigelt. 1993. . «The structure of organizational incentives». *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, p. 438-461.
- Larcker , D.F. 1983. «The association between performance plan adoption and corporate capital investment». *Journal of Accounting and Economics*, vol. 5 , p. 3-30.
- Rees, R. 1985. «The theory of principal and agent, Part I». *Bulletin of Economic Research*, vol. 37, no. 1, p. 3-26.
- Schaffer, B.S. 2002. «Board assessments of managerial performance». *Journal of Management Psychology*, vol. 17, no. 2, p. 95-115.
- Tran, J. 2000. « Interdépendance des mécanismes de régie d'entreprise et performance de la firme : un point de vue canadien ». Mémoire de maîtrise, École des Hautes Études Commerciales de Montréal, 85p.

Tableau 1- Étude sur les relations unidirectionnelles entre les mécanismes de gouvernance

Auteurs	Échantillon	Variables de rémunération	Attributs du conseil d'administration	Résultats
Hallock (1997)	<ul style="list-style-type: none"> 602 sièges de dirigeants. Données relatives à l'année 1992 	<ul style="list-style-type: none"> Salaire, bonus, options exercées, autres rémunérations 	<ul style="list-style-type: none"> Pourcentage d'administrateurs réciproques (<i>interlocked</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> En moyenne, les dirigeants des entreprises avec des administrateurs réciproques ont des rémunérations supérieures aux dirigeants des entreprises sans administrateurs réciproques
Allen (1981)	<ul style="list-style-type: none"> 205 entreprises industrielles, classées comme les plus grandes en 1975. Échantillon exclut les utilités publiques, entreprises de transport, chaîne de détail, banques commerciales, compagnies d'assurance et services financiers. 	<ul style="list-style-type: none"> Rémunération directe (somme salaire, bonus et rémunération différée), rémunération totale (rémunération directe + valeur actuelle des gains en capital provenant des options exercées par le dirigeant) et revenu agrégé (rémunération totale + le revenu des dividendes payés sur n'importe quel capital détenu par le dirigeant) 	<ul style="list-style-type: none"> Part de capital détenu par les administrateurs 	<ul style="list-style-type: none"> La rémunération (directe et totale) du dirigeant est une fonction décroissante de la part du capital détenu par les administrateurs, notamment lorsque ce dirigeant n'est pas lui-même un actionnaire principal.
Core et al. (1999)	<ul style="list-style-type: none"> 205 entreprises sur 3 années donc 495 observations 	<ul style="list-style-type: none"> Salaire, bonus, options (évaluations faites par les auteurs), plans de performance, <i>phantom stock</i> et <i>restricted stock</i> 	<ul style="list-style-type: none"> Taille, pourcentage d'administrateurs internes vs externes, <i>gray</i>, réciproques, siégeant dans plusieurs CA à la fois, âgés de plus de 69 ans et dualité dirigeant/président CA 	<ul style="list-style-type: none"> Absence d'association significative entre la part du capital détenu par les administrateurs externes et la rémunération du dirigeant Rémunération du dirigeant augmente avec la taille du conseil, s'il y a dualité du dirigeant, si les administrateurs externes en place sont très âgés, s'ils sont <i>gray</i>, s'ils siègent dans plusieurs autres CA et s'ils sont nommés par le dirigeant lui-même

Tableau 1 (suite) - Étude sur les relations unidirectionnelles entre les mécanismes de gouvernance

Auteurs	Échantillon	Variables de rémunération	Attributs du conseil d'administration	Résultats
Suite - Core et al. (1999)				<ul style="list-style-type: none"> ● La rémunération du dirigeant est une fonction décroissante du pourcentage des administrateurs internes dans le CA
Chandra et Nielsen (1999)	<ul style="list-style-type: none"> ● 67 banques commerciales. Données pour l'année 1990. 	<ul style="list-style-type: none"> ● salaire, bonus et rémunération reliée à la performance comptable de la banque 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pourcentage administrateurs externes, durée totale moyenne de leur service dans le conseil, variation dans la durée de leur service. 	<ul style="list-style-type: none"> ● La sensibilité de la paye des dirigeants à la performance augmente avec le degré d'indépendance des administrateurs externes (lorsque le pourcentage d'administrateurs externes, la durée totale de leur service, et la variation dans cette durée augmentent). ● Aussi, la discipline exercée par le conseil sur le dirigeant à travers l'augmentation de la sensibilité de sa rémunération à la performance est plus grande lorsque la performance financière de la banque est faible.
Angbazo et Narayanan (1997)	<ul style="list-style-type: none"> ● 97 banques commerciales. Données pour l'année 1989. 	<ul style="list-style-type: none"> ● rémunération cash (bonus + salaire) et total de la rémunération à long terme (valeur de marché des options et actions détenues par le dirigeant) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Taille du conseil, nombre administrateurs externes, dualité du dirigeant, pourcentage des directeurs réciproques, l'existence de transaction entre l'administrateur et la banque, réputation des administrateurs, nombre moyen d'années de services des administrateurs internes et externes dans le conseil, part du capital détenu par eux, existence d'administrateurs internes autres que le dirigeant, et leurs honoraires. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Les conseils qui ont des administrateurs ayant une bonne réputation attribuent à leurs dirigeants des rémunérations à long terme plus que des rémunérations liquides. ● Absence d'association entre la taille du CA, le nombre d'administrateurs externes, la part du capital détenue par eux le fait que le dirigeant soit le seul interne dans le conseil et la dualité du dirigeant d'une part et la rémunération du dirigeant d'autre part. ● Association négative entre la rémunération du dirigeant et le nombre d'années de service des administrateurs externes dans le CA.

Tableau 1 (suite) - Étude sur les relations unidirectionnelles entre les mécanismes de gouvernance

Auteurs	Échantillon	Variables de rémunération	Attributs du conseil d'administration	Résultats
Finkelstein et Hambrick (1989)	<ul style="list-style-type: none"> ● 110 rapports annuels d'entreprises de loisirs américaines. Données pour les années 1971, 1976, 1982 et 1983. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Salaire et bonus 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pourcentage du capital détenu ou contrôlé par les administrateurs externes (variable : vigilance du CA) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Il n'existe pas d'association entre la vigilance du CA et la rémunération du dirigeant.
Beatty et Zajac (1994)	<ul style="list-style-type: none"> ● 435 entreprises qui ont été les premières à faire un appel public à l'épargne en 1984 	<ul style="list-style-type: none"> ● Options et pourcentage de rémunération provenant de sources non liquides (noncash sources) 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pourcentage des directeurs externes par rapport au nombre total des administrateurs, dualité dirigeant/président du CA et pourcentage de directeurs externes qui sont propriétaires d'une part de capital. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Les entreprises dont les dirigeants reçoivent une faible proportion de leur rémunération de sources non liquides ont un pourcentage plus grand d'administrateurs externes dans leurs conseils et les positions dirigeant/président sont séparées.
Mehran (1995)	<ul style="list-style-type: none"> ● 153 entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> ● Salaire, bonus, rémunération sous forme d'actions 	<ul style="list-style-type: none"> ● Pourcentage d'administrateurs externes, part de capital détenu par eux. 	<ul style="list-style-type: none"> ● Plus le pourcentage des administrateurs externes est élevé, plus la part de la rémunération des dirigeants sous forme d'actions est grande. ● Ce mode de rémunération devient limité s'il y a un administrateur externe qui détient une part importante du capital.

Tableau 1 (suite) - Étude sur les relations unidirectionnelles entre les mécanismes de gouvernance

Auteurs	Échantillon	Variables de rémunération	Attributs du conseil d'administration	Résultats
Ittner et al. (1997)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 317 firmes pour les deux années 1993 et 1994. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Poids relatif des mesures financières vs non financières utilisées dans le contrat de rémunération 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ proportion d'administrateurs externes nommés par le dirigeant dans le CA ▪ proportion de directeurs internes nommés par le dirigeant ▪ dualité du dirigeant ▪ nombre d'actions et d'options détenues par les administrateurs externes divisé par le nombre d'actions et options détenues par le dirigeant ▪ nombre d'actions détenues par les investisseurs institutionnels divisé par le nombre d'actions et options du dirigeant 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ il n'y a pas de confirmation de l'hypothèse que les dirigeants qui ont une grande influence sur le CA choisiront d'être rémunérés sur la base de mesures de performance non financières pour augmenter leur rémunération.

Tableau 2- Études sur l'interdépendance des mécanismes de gouvernance.

Auteurs	Méthode d'estimation	Variables d'intérêt	Principaux résultats
Jensen et al. (1992)	3 SLS	Propriété interne, dette et politiques de dividendes	Les firmes avec une propriété interne plus importante choisissent des niveaux de dette et de dividende moins élevés.
Bathala et al. (1994)	2 SLS	Dette, propriété managériale et propriété institutionnelle	L'utilisation de la dette et de la propriété managériale sont inversement reliées à la propriété institutionnelle
Agrawal et al. (1996)	2 SLS	Composition du conseil et performance financière	L'ajout d'administrateurs externes entraîne une baisse de la performance.
Chung et Pruitt (1996)	3 SLS	Propriété des managers, valeur de marché (VM) de la firme et rémunération des dirigeants	VM de l'entreprise, propriété managériale et rémunération du dirigeant sont déterminés conjointement
Bhagat et Black (2000)	3 SLS	Performance financière de l'entreprise, indépendance du conseil	Pas de relation significative entre l'indépendance du conseil et l'amélioration de la performance.

Tableau 3- Définition et mesure des variables

	Variables	Définitions	Mesures
Variables endogènes	CEOCOMP	<ul style="list-style-type: none"> • Rémunération du dirigeant 	<ul style="list-style-type: none"> • Proportion rémunération non liquide (options^{††}) par rapport à la rémunération totale
	MGROWN	<ul style="list-style-type: none"> • Propriété managériale 	<ul style="list-style-type: none"> • Pourcentage des actions détenues par le dirigeant par rapport au nombre total des actions de l'entreprise (Barnhart, 1998)
	BOARDIND	<ul style="list-style-type: none"> • Indépendance du CA 	<ul style="list-style-type: none"> • Nombre d'administrateurs externes dans le conseil (Bushman et al., 2005).
Variables exogènes	<ul style="list-style-type: none"> • TA 	<ul style="list-style-type: none"> • Taille de l'entreprise 	<ul style="list-style-type: none"> • Logarithme de la capitalisation boursière de l'entreprise
	<ul style="list-style-type: none"> • TENURE 	<ul style="list-style-type: none"> • Ancienneté du dirigeant 	<ul style="list-style-type: none"> • Nombre d'années pendant lesquelles le dirigeant est dans le poste de direction (Hill et Phan, 1991)
	<ul style="list-style-type: none"> • DR 	<ul style="list-style-type: none"> • Ratio dette 	<ul style="list-style-type: none"> • Ratio dette à long terme/valeur comptable des actifs
	<ul style="list-style-type: none"> • BLOCK 	<ul style="list-style-type: none"> • Blockholding 	<ul style="list-style-type: none"> • Variable binaire égale à 1 s'il y a un actionnaire (autre que le dirigeant) qui détient plus que 20% du capital et 0 sinon

^{††} Nous adoptons la méthode proposée par Core et al. (1997) pour évaluer la valeur des options, à savoir : 25% x prix d'exercice de l'option x nombre des options.

Tableau 4- Statistiques descriptives

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Médiane	Écart types
CEOCOMP	228	0,00	0,91	0,1419	0,06	0,1904
MNGOWN	228	0,00	0,94	0,098	0,01	0,1786
BOARDIND	228	0,00	14	5,49	5	2,419
TA	228	14,38	23,89	18,86	18,86	1,786
TENURE	228	0,00	45	5	5,15	3,92
DETTE	228	0,00	4,08	0,358	0,358	0,3519

Tableau 5- Matrice des corrélations

	CEOCOMP	MNGOWN	BOARDIND	TA	TENURE	DETTE	BLOCK
CEOCOMP	1,00						
MNGOWN	0,48**	1,00					
BOARDIND	0,24**	0,02	1,00				
TA	0,22**	-0,12	0,39**	1,00			
TENURE	-0,19**	-0,13*	-0,08	-0,06	1,00		
DETTE	0,04	0,17**	0,01	-0,05	0,005	1,00	
BLOCK	0,06	0,05	0,20**	-0,001	-0,12	0,04	1,00

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Tableau 6- Résultats OLS et 3 SLS

	Variables	Signes attendus	OLS		3 SLS	
			Coefficients	Sig	Coefficients	Sig
R ² Rémunération du dirigeant	Propriété managériale	?	0,0042***	8,099335	0,002	0,44
	Indépendance CA	?	0,0179***	4,032014	0,04	0,006***
	Constante		0,0135549	0,421418	-0,07	0,505
	Ancienneté	(+)	-0,00550**	-1,994012	-0,005	0,167
R ²			30%		10,09%	
R ² Propriété managériale	Rémunération man.	?	57,76***	9,12	105,35	0,048**
	Indépendance CA	?	-0,13	-0,25	-1,46	0,674
	Constante	?	55,364***	4,33	58,90	0,001***
	Taille	(-)	8,056***	2,44	-2,849	0,059*
	Dette	(-)	-2,75***	-3,84	8,67	0,032**
R ²			31%		18,58%	
R ² Indépendance du conseil	Rémunération man.	?	-0,002	-0,232	3,68	0,668
	Propriété managériale	?	2,056**	2,24	-0,007	0,88
	Constante	?	-4,60***	-2,801	-4,21	0,359
	Taille	(+)	0,9737***	3,262	0,463	0,072*
	Blockholding	(-)	0,4882***	5,644	0,848	0,021**
R ²			22%		19,49%	