



Impact de l'activisme actionnarial canadien : une étude des projets de résolution en lien avec la gouvernance

Sylvie Berthelot, Vanessa Serret, Stéphanie Donahue

► To cite this version:

Sylvie Berthelot, Vanessa Serret, Stéphanie Donahue. Impact de l'activisme actionnarial canadien : une étude des projets de résolution en lien avec la gouvernance. Comptabilités, économie et société, May 2011, Montpellier, France. pp.cd-rom. <hal-00646742>

HAL Id: hal-00646742

<https://hal.science/hal-00646742v1>

Submitted on 30 Nov 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



HAL Authorization

IMPACT DE L'ACTIVISME ACTIONNARIAL CANADIEN : UNE ETUDE DES PROJETS DE RESOLUTION EN LIEN AVEC LA GOUVERNANCE

Sylvie Berthelot, Professeure titulaire, Université de Sherbrooke

sylvie.berthelot@usherbrooke.ca

Vanessa Serret, Maître de conférences, Université de Bretagne Sud

vanessa.serret@univ-ubs.fr

Stéphanie Donahue, Auditeur junior, Rayment Chabot Grant Thornton

Stephanie.donahue@usherbrooke.ca

Résumé :

Cette étude examine le taux d'implantation des résolutions d'actionnaires soumises lors des assemblées annuelles des actionnaires. L'étude porte notamment sur les résolutions d'actionnaires liées aux pratiques de gouvernance des sociétés canadiennes. Les résultats des analyses menées à partir de 142 résolutions tendent à montrer que le taux d'implantation, bien que faible, varie en fonction de l'objet des résolutions et du type d'actionnaires impliqués. En outre, le fait que les résolutions n'aient pas été soumises au vote ou bien encore que les résultats du scrutin soient inférieurs à 50 % semblent avoir peu d'incidence sur l'implantation des pratiques de gouvernance visées par les résolutions.

Mots-clés : Activisme actionnarial, résolutions d'actionnaires, réglementation des marchés, gouvernance.

Abstract : Impact of Canadian Shareholder Activism: A Study of the governance proposals

This study examines the rate or percentage of shareholder proposals implemented after being proposed at annual shareholder meetings. The study concentrates notably on shareholder proposals related to governance practices of Canadian companies. The results of data analyzed from 142 proposals tend to indicate that the implementation rate, although low, varies as a function of the subject matter proposed and the type of shareholders involved. Moreover, the fact that the proposals were not put to a vote or that the ballots were less than 50% seems to have little impact on the implementation of the particular governance practices specified by the proposals.

Keywords: Shareholder activism, shareholder's proposals, market rules, governance.

1 Introduction

Les scandales financiers du début des années 2000 ont été à la source, au Canada comme dans la plupart des pays occidentaux, d'un accroissement des exigences à l'égard des pratiques de gouvernance des entreprises. Parallèlement à la mise en place de la loi Sarbanes-Oxley aux États-Unis, les Autorités des marchés financiers canadiennes ont, par exemple, émis de nouvelles directives, notamment en ce qui concerne la composition et les responsabilités du comité de vérification (National instrument (NI) 52-110), les responsabilités du chef de la direction et du directeur financier en matière de certification de l'information financière (NI 52-108) et les responsabilités des vérificateurs externes (NI 52-108). En 2005, celles-ci mettaient également en place des lignes directrices relatives à la gouvernance des entreprises (NI 58-201) ainsi que des directives relatives à la divulgation des pratiques de gouvernance des entreprises (NI 58-101). Notons, par ailleurs, qu'en plus de la réglementation, plusieurs autres mécanismes peuvent contribuer à discipliner les entreprises et leurs dirigeants. Parmi ceux-ci, on retrouve, les créiteurs, les agences d'évaluation du crédit, les analystes financiers, les marchés financiers, le conseil d'administration et l'activisme actionnarial. Ce dernier peut prendre différentes formes. Les actionnaires peuvent, en effet, manifester leurs intérêts ou leur désaccord au regard des pratiques des entreprises en s'engageant dans une bataille de procurations, en déposant des projets de résolution aux assemblées générales ou encore en intentant des poursuites judiciaires.

Ces dernières années la fréquence du dépôt de projets de résolution des actionnaires ayant comme thème la gouvernance s'est accrue dans plusieurs pays. Cette tendance a également été observée sur le marché canadien, où le nombre de projets de résolutions faites par les actionnaires s'est accru considérablement depuis 2003 (Champoux-Paillé, 2010). Ce phénomène, jumelé au règlement de l'Autorité des marchés financiers qui contraind les entreprises à divulguer plusieurs éléments d'information sur leurs pratiques de gouvernance dans leur circulaire de la direction, nous donne la possibilité d'étudier la mise en place de plusieurs pratiques de gouvernance revendiquées par les actionnaires au cours des dernières années. L'objectif de cette étude consiste donc à déterminer si les directions des entreprises ciblées par les projets de résolution des actionnaires ont mis en application les changements revendiqués par leurs actionnaires.

Pour atteindre cet objectif, les démarches engagées par des entreprises canadiennes ayant fait l'objet de 142 projets de résolutions visant leurs pratiques de gouvernance entre les années 2000 et 2009 ont été analysées. Les résultats de cette analyse tendent à montrer que, dans l'ensemble, le taux d'implantation des résolutions est faible. Il varie toutefois considérablement selon la nature du projet de résolution et selon le type d'actionnaires soumettant le projet. En outre, le fait que les projets de résolution n'aient pas été soumis au vote ou encore que les résultats du scrutin soient inférieurs à 50 % semblent avoir une faible incidence sur l'implantation des pratiques de gouvernance visées par les projets de résolution.

Cette étude est l'une des premières à traiter de l'impact de l'activisme actionnarial du point de vue du taux d'implantation. Elle est aussi l'une des premières à porter sur le marché canadien. Cette étude complète en outre, les travaux antérieurs (Thomas et Cotter, 2007; Ertimur, Ferri et Stubben, 2006) en prenant en considération non seulement les projets de résolutions ayant obtenu plus de 50 % des votes lors des assemblées générales, mais aussi les projets de résolutions ayant été retirés ou votés à moins de 50 %. Sur le plan méthodologique, cette étude prend en considération un délai de deux ans dans le calcul du taux d'implantation des projets de résolution, ce qui amène une perspective à moyen terme de l'activisme actionnarial, perspective qui n'avait jamais été envisagée dans les travaux antérieurs. Sur le plan managérial, les résultats de l'étude peuvent servir de référence aux entreprises s'interrogeant sur les pratiques de gouvernance visées par les projets de résolutions soumis aux autres entreprises. En ce qui concerne les actionnaires, cette étude leur permet d'identifier les projets de résolution à plus forte probabilité de succès. Enfin, les Autorités des marchés financiers canadiennes trouveront dans cette étude, les pratiques de gouvernance revendiquées par les actionnaires et devant possiblement faire l'objet d'une attention particulière.

La suite du document est organisée de la façon suivante : dans la section qui suit, les écrits pertinents seront passés en revue, la méthodologie et les données utilisées sont décrites dans la troisième partie. Nous décrivons et discutons les résultats obtenus dans la quatrième partie et présentons, pour finir, les conclusions de notre étude, ses limites et les pistes de recherche envisageables.

2 Recensement des travaux antérieurs

2.1 Les projets de résolutions

La séparation du droit de propriété des actionnaires de la gestion par des dirigeants entraîne avec elle deux types de problèmes d'agence, le problème de sélection adverse et le problème de hasard moral. Ces problèmes découlant des asymétries informationnelles qui prennent place entre les actionnaires et les dirigeants. Les actionnaires ont une connaissance moindre des activités des sociétés que ne l'ont les dirigeants impliqués quotidiennement et qui peuvent ainsi prendre avantage de cette plus grande connaissance, c'est ce que l'on nomme le problème de sélection adverse. Dans le même ordre d'idée, les agissements des dirigeants ne sont pas totalement observables par les actionnaires. Les dirigeants peuvent ainsi en profiter pour prendre des décisions qui maximisent leurs intérêts, au détriment des intérêts des actionnaires (Gillan et Starks, 2007), c'est ce que l'on qualifie de problème de hasard moral. Dans le but de minimiser ce type de comportements et, par le fait même, de limiter les coûts d'agence découlant des problèmes de sélection adverse et de hasard moral, divers mécanismes de surveillance ont été mis en place. La réglementation sur les valeurs mobilières, les créateurs, les agences d'évaluation du crédit, les analystes financiers, les marchés financiers et le conseil d'administration figurent parmi ces mécanismes. Chacun de ces mécanismes ayant ses propres objectifs, les intérêts des petits actionnaires ne s'y trouvent pas nécessairement représentés. Lorsque les agissements des administrateurs et/ou des dirigeants ne reflètent pas leurs intérêts, ces derniers disposent néanmoins d'un recours pour attirer leur attention et tenter de les influencer. En effet, au lieu de vendre leurs actions, et ce, potentiellement à perte, ils peuvent faire valoir leurs revendications par différentes formes d'activisme actionnarial (Rojas et al., 2009; Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2010).

L'activisme actionnarial peut être défini comme étant l'ensemble des actions et procédures engagées par un ou plusieurs actionnaires extérieurs dans le but de modifier une ou plusieurs caractéristiques des entreprises et ceci afin de mieux répondre à leurs attentes, que celles-ci soient financières, sociales ou éthiques (Le Maux, 2003; Huynh, 2009). Il existe différentes formes possibles d'activisme actionnarial, les batailles de procurations, le dépôt de projets de résolution aux assemblées générales ou encore les poursuites judiciaires. Cette dernière forme d'activisme est celle à laquelle on fait le plus couramment référence lorsqu'on parle d'activisme actionnarial (Bakker et den Hond, 2008).

La présentation de projets de résolution aux assemblées générales est un des droits des actionnaires relevant d'une réglementation nationale. Bien que ces lois connaissent certaines variantes d'un pays à l'autre (Cziraki, Renneboog et Szilagyi, 2010), leur fondement demeure semblable. Au Canada, c'est l'article 137 de la Loi canadienne sur les sociétés par actions qui en définit les règles. Elle permet notamment à un actionnaire de présenter un projet de résolution à l'assemblée générale des actionnaires s'il détient soit 1% du nombre total d'actions avec droit de vote de l'entreprise, soit des actions dont la juste valeur est d'au moins 2 000 \$ (Ministère de la Justice, 2010). Certaines règles précises doivent être respectées pour que le projet de résolution soit accepté par la direction et qu'il figure dans la circulaire de la direction. Entre autres, l'actionnaire doit être propriétaire des actions depuis une période d'au moins six mois et le projet de résolution doit contenir au maximum 500 mots. De plus, l'entreprise n'est pas tenue de présenter le projet de résolution dans sa circulaire de direction si celle-ci « n'est pas liée de façon importante aux activités commerciales [...] de la société » ou encore lorsqu'il s'agit « d'une réclamation personnelle » (Ministère de la Justice, 2010). Par ailleurs, pour pouvoir présenter une seconde ou une troisième fois un projet de résolution qui a déjà été présenté lors d'une assemblée générale au cours des cinq dernières années, il faut que le projet de résolution précédent ait atteint un certain seuil d'appui lors du scrutin des actionnaires. Ce seuil est de 3 % pour les projets présentés lors d'une seule assemblée précédente, mais augmente à 6 % pour les projets qui ont déjà été présentés deux fois et atteint 10 % pour les projets de résolutions qui ont été présentés lors d'au moins trois assemblées générales (Ministère de la Justice, 2010). Finalement, selon la Loi canadienne sur les sociétés par actions, la direction de la société visée n'est pas dans l'obligation de mettre en application une résolution, et ce, même si elle a obtenu la majorité des votes lors du scrutin de l'assemblée générale des actionnaires.

2.2 Des projets de résolutions diversifiés

Les projets de résolutions soumis par les actionnaires aux assemblées générales sont multiples. Certains visent la publication de différents éléments d'information à caractère social et environnemental, d'autres la modification de différentes pratiques, telles que les pratiques de rémunération des dirigeants ou encore les pratiques de gouvernance des entreprises. Les projets de résolution visant les pratiques de gouvernance des entreprises sont relativement fréquents. En effet, Gillan et Starks (2007) relèvent qu'aux États-Unis, entre 1987 et 1994

(572 projets de résolution) et entre 2001 et 2005 (508 projets de résolution), il y a eu plus de 1 000 projets de résolution visant les pratiques de gouvernance des sociétés américaines, soit environ 30 % des projets de résolution étudiés. L'analyse de Champoux-Paillé (2010) sur les projets de résolution soumis à des entreprises canadiennes entre 2000 et 2009 abonde dans le même sens. Les résultats de celle-ci démontrent que 41 % des projets de résolution, soit 365 des 886 projets soumis, portaient sur des problématiques liées aux pratiques de gouvernance des entreprises ou sur les droits des actionnaires.

2.3 Limites du nombre de conseil d'administration

Comme le mentionnent Fich et Shivdasani (2006) de plus en plus d'acteurs se demandent s'il ne faut pas limiter le nombre de conseils d'administration de sociétés différentes sur lesquelles un administrateur peut siéger. Ce questionnement repose sur l'hypothèse selon laquelle les administrateurs siégeant à plusieurs conseils d'administration (administrateurs qualifiés d'« occupés ») pourraient nuire à la qualité de la gouvernance de ces conseils. Or, les résultats de certaines études semblent corroborer cette hypothèse. En effet, il a été démontré que la probabilité qu'une société commette une fraude comptable est positivement liée au nombre moyen de conseils auxquels siègent ses administrateurs indépendants (Beasley, 1996). Core, Holthausen et Larcker (1999) rapportent de plus, que les administrateurs « occupés » versent une rémunération excessivement élevée aux dirigeants des sociétés. L'étude de Fich et Shivdasani (2006) va encore plus loin. Ces auteurs, qui définissent les administrateurs « occupés » comme étant des administrateurs qui siègent à au moins trois conseil d'administration démontrent que les sociétés dont la majorité des administrateurs sont « occupés » ont un ratio cours-valeur comptable significativement inférieur aux sociétés dont la majorité des administrateurs ne sont pas « occupés ». Les auteurs arrivent aux mêmes résultats lorsqu'ils substituent le ratio cours-valeur comptable par le rendement des actifs (ROA). De plus, Fich et Shivdasani (2006) en viennent à la conclusion que les conseils d'administration dont la majorité des administrateurs sont « occupés » sont moins susceptibles de remplacer les dirigeants à la suite d'une mauvaise performance de l'entreprise.

Compte tenu de ces résultats, plusieurs organismes promouvant la gouvernance ont fait des recommandations visant à limiter le nombre de mandats des administrateurs. Aux États-Unis, le *National Association of Corporate Directors* et le *Council of Institutional*

Investors recommandent en effet que les administrateurs travaillant à temps plein et les administrateurs professionnels ne siègent pas à plus de deux et cinq conseils d'administration, respectivement (Council of Institutional Investor, The Voice of Corporate Governance, 2008). Le nombre limite de conseil d'administration pour les administrateurs est également fixé à cinq pour les entreprises françaises. Les recommandations de l'organisme canadien *Shareholder Association for Research and Education* (SHARE) sont également en lien avec les recommandations précédentes. Par ailleurs, le *Council of Institutional Investors* précise que les dirigeants des sociétés ne devraient pas participer à plus de deux conseils d'administration, dont celui de la société qu'ils dirigent (Council of Institutional Investor, The Voice of Corporate Governance, 2008).

Ainsi, des politiques limitant le nombre de conseils d'administration auxquels les administrateurs peuvent siéger et d'autres visant à interdire aux dirigeants de siéger au conseil d'une autre entreprise ont été défendues par différents organismes encourageant une saine gouvernance. C'est aussi dans ce sens que des projets de résolutions ont été soumis aux assemblées des actionnaires. La question de savoir si ces projets de résolution ont été mis en application reste toutefois ouverte.

2.4 Indépendance des administrateurs

Depuis les années 1990, les grandes sociétés de la plupart des pays occidentaux ont été invitées à augmenter le nombre d'administrateurs indépendants à leur conseil d'administration. Plus de 26 pays ont d'ailleurs publié des directives quant au seuil minimal d'administrateurs indépendants qu'un conseil d'administration devrait atteindre (Dayha et McConnell, 2007). L'intérêt de mettre en place des conseils d'administration plus indépendants repose sur l'hypothèse selon laquelle ce type de conseil assume mieux son rôle de surveillance que ceux dont les administrateurs sont non indépendants. Or, sur le plan empirique, les résultats sont encore mitigés (Dalton et al., 1998; Rhoades et al., 2000; Wager et al. 1998). Néanmoins, plusieurs projets de résolution dans ce sens ont été déposés au cours des dernières années et la mesure selon laquelle ces projets de résolution ont été mis en place reste une question ouverte.

2.5 Présence des femmes

Dans de nombreux pays, les entreprises font face à des pressions grandissantes pour augmenter le nombre de femmes siégeant à leur conseil d'administration (Adams et Ferreira, 2009). La Norvège et l'Espagne ont d'ailleurs instauré des lois exigeant que les femmes représentent un certain pourcentage des administrateurs (Nielsen et Huse, 2010; Francoeur et Labelle, 2008). Certains aspects démographiques peuvent expliquer ces préoccupations grandissantes. Bien qu'elles représentent 50 % de la population et un pourcentage similaire de la masse salariale des entreprises (46,5 % aux États-Unis), les femmes demeurent sous-représentées dans les conseils d'administration de plusieurs pays (Catalyst, 2004). De fait, le pourcentage d'administratrices est de 8,7 % en Australie, de 0,4 % au Japon, de 8,0 % en Europe et de 10,6 % au Canada (Adams et Ferreira, 2009). De plus, plusieurs conseils d'administration ne comptent qu'une seule femme parmi leurs membres (Adams et Ferreira, 2009). Certains auteurs ont démontré que la présence des femmes sur les conseils d'administration était bénéfique aux sociétés. Adams et Ferreira (2009) en sont, par exemple, venus à la conclusion que les femmes avaient moins de problèmes d'assiduité que les hommes et que plus le pourcentage de femmes sur le conseil d'administration était élevé, meilleure était l'assiduité des administrateurs de sexe masculin. Ils ont aussi établi que le remplacement du dirigeant était davantage lié au prix des actions lorsque le conseil d'administration était davantage diversifié. Néanmoins, peu d'études ont été capables d'établir un lien entre la présence d'administratrices et les performances financières des entreprises (Francoeur et al., 2008).

Par ailleurs, malgré les résultats de ces recherches, de plus en plus de pressions sont exercées pour augmenter le nombre de femmes sur les conseils d'administration. Cette situation vient accroître l'intérêt d'étudier la mise en application de politiques favorisant le recrutement de femmes administratrices.

2.6 L'impact à court terme des projets de résolution

Bien que plusieurs chercheurs aient tenté d'évaluer les impacts de l'activisme actionnarial, les résultats sont jusqu'à maintenant peu concluants. Selon Karpoff (2001), les résultats divergents des travaux antérieurs s'expliquent par les approches différentes qu'ont utilisées les chercheurs pour évaluer les impacts de l'activisme. Gillan et Starks (2000) de

même que Karpoff et al. (1996) ont, par exemple, étudié les impacts de l'activisme actionnarial en s'attardant, entre autres, à la variation du prix des actions. Carleton et al. (1998), Wahal (1996) et Smith (1996), ont, quant à eux, mesuré les changements en analysant la variation de certaines mesures de bénéfices. Del Guercio et Hawkins (1999) de même que Brav et al. (2008) ont examiné les changements dans les rendements de l'actif (ROA) et la marge bénéficiaire brute. D'autres études ont plutôt porté sur les actions prises par les sociétés visées par des projets de résolutions. Les études de Del Guercio et Hawkins (1999) et celles de Karpoff et al. (1996) sur le taux de remplacement des chef de la direction d'entreprises visées par des projets de résolution en sont des exemples. Finalement, quelques auteurs (Ertimur, Ferri et Stubben, 2006; Thomas et Cotter, 2007) se sont intéressés au degré d'implantation des projets de résolution des actionnaires.

Ces derniers ont permis d'établir que certains éléments influençaient les sociétés dans leur implantation des projets de résolutions qui leur ont été soumis. Ertimur, Ferri et Stubben (2006) en sont venus à la conclusion que la probabilité d'implantation d'une résolution est positivement et significativement liée au pourcentage de votes en faveur de ladite résolution. Afin d'illustrer leur résultat, ils soutiennent qu'un projet de résolution ayant reçu 70 % de votes favorables a 10 % de plus de chance d'être implanté par la société qu'un projet qui n'a reçu que 55 % des votes (Ertimur, Ferri et Stubben, 2006). Ce lien positif entre le pourcentage de votes en faveur du projet de résolution et la probabilité d'implantation de celui-ci a également été obtenu par Thomas et Cotter (2007). Ertimur, Ferri et Stubben (2006) ont de plus observé qu'un projet de résolution soumis par des actionnaires détenant un pourcentage élevé d'actions, par des investisseurs institutionnels ou par des syndicats, était davantage susceptible d'être implanté. Les résultats de Thomas et Cotter (2007) diffèrent par contre de ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006), puisque ces derniers n'ont trouvé aucun lien significatif entre le type d'actionnaires ayant soumis les projets de résolution et le taux d'implantation de ces derniers.

Par ailleurs, les études ayant porté sur le taux d'implantation des projets de résolutions ont permis de constater que l'implantation de ceux-ci a augmenté au cours des dernières années. Thomas et Cotter (2007) ont en effet constaté que le taux d'implantation de certains projets de résolutions ayant reçu une majorité de votes lors de l'assemblée générale et visant des entreprises américaines est passé de 15,49 % en 2002 à 23,81 % en 2003, pour finalement atteindre 50,42 % en 2004. La tendance à la hausse de ces pourcentages converge avec les

résultats observés par Ertimur, Ferri et Stubben (2006). Ces derniers qui se sont également intéressés à des projets de résolutions visant des entreprises américaines et ayant été votées à majorité, ont noté que la fréquence d'implantation des projets de résolutions ayant été voté à majorité a presque doublé après l'année 2002, passant de 22 % à près de 40 %. Pour expliquer l'augmentation du taux d'implantation après 2002, Ertimur, Ferri et Stubben (2006) soutiennent que le fait d'ignorer des projets de résolutions votés à majorité est devenu plus coûteux depuis le scandale d'Enron en 2002, et ce, à la fois pour les entreprises et pour les administrateurs. Sur ce point, ils ont d'ailleurs observé une relation négative significative entre le taux d'implantation des projets de résolutions et la probabilité de remplacement des administrateurs indépendants.

En ce qui a trait aux types de projets de résolutions et à leur influence possible sur le taux d'implantation, Ertimur, Ferri et Stubben (2006) ont relevé que les projets de résolution portant sur le conseil d'administration ont moins de probabilité d'être implantés. Finalement, Wahal (1996) et Smith (1996), qui analysait respectivement des projets de résolution visant des entreprises américaines soumises par le California Public Employees' Retirement System (CalPERS) entre 1987 et 1993, ont trouvé un taux d'adoption des mesures proposées par les actionnaires de 31 % et de 53 %. Ces pourcentages sont supérieurs à ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006) et de Thomas et Cotter (2007) pour la première année de leur analyse, soit respectivement l'année 1997 et l'année 2002.

Ces différentes études présentent par ailleurs certaines limites. Wahal (1996) ne s'est intéressé qu'aux projets de résolution présentés par des gestionnaires de caisses de retraite américaines alors que Smith (1996) n'a considéré que les projets de résolution soumis par un investisseur institutionnel (CalPERS). Quant à Ertimur, Ferri et Stubben (2006) et Thomas et Cotter (2007), en plus de n'avoir pris en considération que les projets de résolutions ayant été votés à majorité, ils n'ont pas pris en considération les projets de résolutions ayant été retirés avant l'assemblée générale annuelle. De plus, Ertimur, Ferri et Stubben (2006) n'ont analysé, pour déterminer le taux d'implantation, que les événements survenus sur une période d'un an suivant le vote des projets de résolution. Enfin, aucune étude ne semble s'être intéressée aux sociétés canadiennes. Ainsi, une étude pourtant sur le taux d'implantation de l'ensemble des projets de résolution visant des entreprises canadiennes et ayant comme thème la gouvernance viendrait combler certaines lacunes laissées par les travaux antérieurs.

3 Échantillon et collecte de données

L'échantillon ayant servi pour les fins de l'étude a été établi à partir des projets de résolutions d'actionnaires répertoriés par la base de données établie par la Shareholder Association for Research and Education (SHARE) entre les années 2000 et 2009. Ces projets de résolutions visaient des entreprises canadiennes et avaient comme thème la gouvernance. La base de données de la SHARE contient plusieurs éléments d'information, tel que le nom de l'entreprise visée par le projet de résolution, le nom de l'actionnaire qui l'a soumise, la date de l'assemblée générale où elle a été présentée, une brève description de son contenu et le pourcentage de votes favorables qu'il a obtenu ou encore, la mention « retiré » ou « omis » s'il n'a pas été présenté dans la circulaire de la direction. Parmi les 886 projets de résolution répertoriés par la SHARE, 279 avaient comme thème la gouvernance. A partir de là, 137 projets de résolution ont dû être éliminées en raison de la disponibilité des éléments d'information permettant de vérifier leur implantation. À titre illustratif, des projets requéraient que les conseillers externes engagés par le comité de rémunération soient indépendants. Or, il n'a pas été possible de déterminer si les sociétés visées s'étaient dotées de politiques pour garantir l'indépendance de leurs conseillers externes. L'échantillon final portait donc sur 142 projets de résolutions visant des pratiques de gouvernance de sociétés canadiennes et soumis entre 2000 et 2009.

Pour déterminer le taux d'implantation des projets de résolutions, Thomas et Cotter (2007) ont examiné toutes les annonces des sociétés visées par les projets de résolutions dans un délai d'un an suivant l'assemblée générale. Ces derniers ont considéré un projet de résolution comme « implantée » seulement lorsque la décision du conseil d'administration pouvait être liée de façon explicite à celui-ci. Or, Ertimur, Ferri et Stubben (2006) soutiennent qu'en raison de ce choix méthodologique, Thomas et Cotter (2007) ont pu observer une absence de lien explicite entre les décisions du conseil d'administration et les projets de résolution due au choix délibéré de la société de ne pas divulguer ses décisions liées aux projets de résolution. Aussi, d'une manière sensiblement similaire à Ertimur, Ferri et Stubben (2006), le taux d'implantation des projets de résolution utilisé dans le cadre de cette étude a été déterminé en se basant uniquement sur la mise en œuvre par le conseil d'administration et la direction, des projets de résolutions soumis par les actionnaires. Pour repérer ces implantations, une analyse des éléments d'information contenus dans les circulaires de la

direction et dans les rapports annuels des entreprises visées a été effectuée, et ce, pour les deux années suivant la date de l'assemblée générale des actionnaires.

Il est également à noter que cette étude considère l'ensemble des projets de résolutions, contrairement aux études d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006) et de Thomas et Cotter (2007) qui excluent de leur analyse les projets retirés ou omis. Ce choix méthodologique vise à tenir compte des projets de résolution ayant pu être retirés suite à une négociation entre la direction de la société et l'activiste (Thomas et Cotter, 2007).

D'une manière sensiblement similaires aux travaux antérieurs, les différents projets de résolution ont été regroupés en quatre catégories; ceux se rapportant au conseil d'administration, ceux se rapportant à l'indépendance, ceux reliés au droit de vote et une catégorie «autres» (Gillan et Starks, 2000; Karpoff et al., 1996). Concrètement, les projets de résolution portant sur le conseil d'administration englobent, entre autres, les projets portant sur les élections des administrateurs et leurs compétences, l'interdiction pour le chef de la direction de siéger sur le conseil d'administration d'une autre société et l'atteinte d'un seuil minimal de présence aux réunions du conseil d'administration par les administrateurs. Les projets de résolutions portant sur l'indépendance visent notamment l'indépendance des auditeurs, la limitation du nombre de mandats des administrateurs et la séparation des fonctions de chef de la direction et de président du conseil d'administration. Les projets de résolutions portant sur le droit de vote couvrent quant à eux les projets de résolutions ayant trait aux droits de vote multiples, aux limitations du droit de vote des actionnaires à court terme et à l'accroissement des droits de vote des actionnaires à long terme. Finalement, la catégorie « autres » inclut les projets de résolutions à thèmes variés, comme celles visant à augmenter le nombre de femmes sur les conseils d'administration et dans les postes de haute direction (Rojas et al., 2009).

Les activistes ayant soumis les projets de résolution ont également été regroupés en cinq catégories similaires à celles utilisées dans les travaux antérieurs (Thomas et Cotter, 2007; Ertimur, Ferri et Stubben, 2006). Ces catégories sont les investisseurs institutionnels, les individus, les syndicats, les associations de protection des investisseurs et les autres types d'actionnaires.

4 Résultats

4.1 Caractéristiques des projets de résolution

Le tableau 1 présente l'ensemble des 273 projets de résolution portant sur la gouvernance soumis à des sociétés canadiennes durant les années 2000 à 2009 exclusivement. Comme six projets de résolution visaient simultanément la modification de deux pratiques de gouvernance, soit l'augmentation du nombre de femmes à la fois sur le conseil d'administration et dans des postes de haute direction, le nombre total de projets de résolution se chiffre à 279, et ce, afin de faciliter l'analyse du taux d'implantation.

Les projets de résolution se rattachant au conseil d'administration sont les plus fréquentes (118 sur 279). Ils sont suivis par les projets de résolution reliés à l'indépendance et à ceux portant sur des thèmes variés (69 sur 279). Les projets de résolutions se rapportant aux droits de vote des actionnaires sont les moins fréquents (23 sur 279, soit 8,2 %). Ces résultats sont cohérents avec ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006).

Le tableau 2 présente les différents projets de résolution par catégorie d'activistes. Les associations de protection des investisseurs sont les activistes les plus actifs, avec 149 projets de résolution (53,4 %). Ils sont suivis par les individus avec 84 projets de résolution (30,1 %). Ces résultats diffèrent de ceux de Thomas et Cotter (2007) de même que de ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006). Les résultats de ces derniers tendaient à démontrer que les activistes les plus actifs étaient des individus. Or, au Canada, il semble que se soit des associations de protection des investisseurs. En effet, le marché canadien se caractérise par la présence d'associations de protection des investisseurs actives, comme le Mouvement d'éducation et de défense des actionnaires (MÉDAC).

Tableau 1 : Nombre de projets de résolution par année et par catégorie

	Nombre de projets de résolution par année et par catégorie											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Conseil d'administration												
Élection des administrateurs	4	7		6		23	9	1	20	5	75	26,9%
Qualifications des administrateurs						8			5		13	4,7%
Interdiction au chef de direction siéger au conseil d'une autre entreprise					11						11	3,9%
Limiter le nombre de conseils aux administrateurs										11	11	3,9%
Seuil minimal de présence aux assemblées	5										5	1,8%
Augmenter le nombre d'administrateurs						2					2	0,7%
Autres								1			1	0,4%
Total	9	7	0	6	11	33	9	2	25	16	118	42,3%
Indépendance												
Indépendance des auditeurs externes		10		8	2	8					28	10,0%
Limiter le nombre de mandats des administrateurs						10	1		2		13	4,7%
Séparation des fonctions de chef de la direction et de président du conseil d'administration	2			6	2		1				11	3,9%
Indépendance des membres du comité de rémunération										10	10	3,6%
Amendement à la définition d'indépendance								5	1		6	2,2%
Augmenter le nombre d'administrateurs indépendants						1					1	0,4%
Total	2	10	0	14	4	19	2	5	3	10	69	24,7%
Droit de vote :												
Limiter les droits de vote des actionnaires à court terme									11		11	3,9%
Droits de vote élargis pour les actionnaires à long terme									6		6	2,2%
Droits de vote multiples					1	3	2				6	2,2%
Total	0	0	0	0	1	3	2	0	17	0	23	8,2%
Autres												
Augmenter le nombre de femmes				1	4	2		8	13	11	39	14,0%
Divulgarion des délits d'initiés					11						11	3,9%
Traitement des projets de résolution	5							1			6	2,2%
Mise en place d'un comité d'éthique				5							5	1,8%
Autres			5			1		1	1		8	2,9%
Total	5	0	5	6	15	3	0	10	14	11	69	24,7%
TOTAL	16	17	5	26	31	58	13	17	59	37	279	100%

Tableau 2 : Nombre de projets de résolution par catégorie d'activistes

	Nombre de projets de résolution	
	Total	%
Catégories d'activistes		
Investisseurs institutionnels	39	14,0%
Individus	84	30,1%
Syndicats	6	2,2%
Associations de protection des investisseurs	149	53,4%
Autres	1	0,4%
Total	279	100%

La suite des analyses portera sur les taux d'implantation des projets de résolution. Aussi, seuls les projets de résolution pouvant être corroborés à partir des éléments d'information disponibles dans le circulaire de direction ou les rapports annuels des sociétés ont été retenus. Le tableau 3 présente la distribution des 142 projets de résolution retenus par année et par catégorie.

4.2 Taux d'implantation

Le tableau 4 présente les taux d'implantation des projets de résolution par catégorie. Globalement, le taux d'implantation de ces projets de résolution est de 15,5 %. Ce taux est inférieur à celui observé par Thomas et Cotter (2007) qui était de 25,2 %. Ces deux pourcentages ne sont toutefois pas tout à fait comparables, puisque Thomas et Cotter (2007) n'ont considéré que les projets de résolution votés à majorité et portant sur des sociétés américaines (entre 2002 et 2004). Le taux d'implantation obtenu par la présente étude (15,5 %) est par contre supérieur à celui de 7,9 % (193 sur 2546) observé par Ertimur, Ferri et Stubben (2006). Ces derniers avaient examiné l'ensemble des projets de résolution portant sur la gouvernance soumis à des sociétés américaines entre 1997 et 2004.

Tableau 3 : Nombre de projets de résolution vérifiables

	Nombre de projets de résolution vérifiables par année et par type de projets											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Conseil d'administration												
Augmenter le nombre d'administrateurs						2					2	1,4%
Élection des administrateurs	2					12	2	1	7		24	16,9%
Interdire au chef de la direction de siéger au conseil d'une autre entreprise					9						9	6,3%
Seuil minimal de présence	4										4	2,8%
Total	6	0	0	0	9	14	2	1	7	0	39	27,5%
Indépendance												
Indépendance des auditeurs externes		9		8	2	6					25	17,6%
Limiter le nombre de mandats des administrateurs						10			1	10	21	14,8%
Séparation des fonctions de chef de la direction et de président du C.A.	2			5	2		1				10	7,0%
Total	2	9	0	13	4	16	1	0	1	10	56	39,4%
Droit de vote												
Droits de vote multiples					1	2	1				4	2,8%
Total	0	0	0	0	1	2	1	0	0	0	4	2,8%
Autres												
Augmenter le nombre de femmes				1	4	2		8	12	11	38	26,8%
Mise en place d'un comité éthique				4							4	2,8%
Traitement des projets de résolution								1			1	0,7%
Total	0	0	0	5	4	2	0	9	12	11	43	30,3%

Tableau 4 : Taux de réussite par catégorie de projets de résolution

	Taux de succès			
	Succès	Échec	Total	% succès
Conseil d'administration				
Augmenter le nombre d'administrateurs		2	2	0,0%
Élection des administrateurs	6	18	24	25,0%
Interdire au chef de la direction de siéger au conseil d'une autre société	2	7	9	22,2%
Seuil minimal de présence		4	4	0,0%
Total	8	31	39	20,5%
Indépendance				
Indépendance des auditeurs externes	2	23	25	8,0%
Limitier le nombre de mandats des administrateurs	1	20	21	4,8%
Séparation des fonctions de chef de la direction et de président du C.A.	8	2	10	80,0%
Total	11	45	56	19,6%
Droit de vote				
Droits de vote multiples		4	4	0,0%
Total	0	4	4	0,0%
Autres				
Augmenter le nombre de femmes	3	35	38	7,9%
Mise en place d'un comité éthique		4	4	0,0%
Traitement des projets de résolution		1	1	0,0%
Total	3	40	43	7,0%

Le tableau 4 permet par ailleurs de constater que les projets de résolution portant sur les conseils d'administration et sur l'indépendance sont ceux qui sont le plus souvent mis en place, soit dans 20,5 % et 19,6 % des cas. Ces résultats divergent de ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006) pour qui les résolutions portant sur les droits des actionnaires sont celles qui avaient le plus haut taux d'implantation (45 % des projets de résolution votés à majorité). Parallèlement, toujours selon ces auteurs, les résolutions les moins susceptibles d'être mis en place étaient celles portant sur le conseil d'administration.

Enfin, le tableau 4 fait ressortir que sur les dix projets de résolution exigeant la séparation des fonctions de chef de la direction et de président du conseil d'administration, huit ont été implantées, ce qui en fait la sous-catégorie la plus fréquemment implantée. Les projets de résolution portant sur les élections des administrateurs et sur l'interdiction pour le chef de la direction de siéger au conseil d'une autre entreprise sont les deux autres types de projets de résolutions les plus fréquemment implantés, avec un taux de mise en place de 25,0 % et 22,2 % respectivement.

Tableau 5 : Taux de réussite par catégorie d'activistes

	Taux de succès			
	Succès	Échec	Total	% succès
Catégories d'activistes				
Investisseurs institutionnels	9	18	27	33,3%
Individus	6	20	26	23,1%
Syndicats	2	4	6	33,3%
Associations de protection des investisseurs	5	77	82	6,1%
Autres	0	1	1	0,0%
Total	22	120	142	15,5%

Le tableau 5 présente le taux d'implantation en fonction des différents types d'activistes. Les investisseurs institutionnels et les syndicats sont les deux types d'actionnaires dont les projets de résolution sont les plus fréquemment mis en place, soit dans 33,3 % des cas. Ces résultats sont cohérents avec ceux d'Ertimur, Ferri et Stubben (2006) qui émettent l'hypothèse que ce pourcentage élevé pourrait s'expliquer par le fait que ces deux types d'actionnaires disposent de plus de ressources et d'influence que les autres types d'actionnaires. Ce faisant, la direction des entreprises visées serait plus attentive à leurs demandes (Ertimur, Ferri et Stubben, 2006).

Le tableau 6 permet, quant à lui, de constater que la direction et les conseils d'administration ont été plus réceptifs aux projets de résolution entre les années 2003 et 2007. En fait, les taux de mis en place des projets de résolutions atteignent des sommets durant au cours des années 2003, 2006 et 2007, avec des taux de 38,9 %, 50,0 % et 20,0 % respectivement. Ertimur, Ferri et Stubben (2006) ont, quant à eux, constaté que les taux d'implantation ont fortement augmenté entre les années 2002 et 2003, en passant de 22 % à plus de 40 % (pour les projets de résolution voté à majorité seulement). Les résultats de Thomas et Cotter (2007) permettaient également de déceler une augmentation du taux d'implantation à partir de 2003.

Le tableau 7 présente les 22 projets de résolution ayant été mis en place selon que ces derniers ont été omis des circulaires de la direction, retirées par les activistes ou encore votées lors des assemblées annuelles des actionnaires. Comme on peut l'observer, 10 projets de résolution (8 projets retirées et 2 projets omis) qui n'ont pas été présentées en assemblée générale ont néanmoins été mis en place dans les deux années suivant leur soumission. Ce résultat vient appuyer l'idée que le retrait d'un projet de résolution peut indiquer une négociation fructueuse entre la direction de la société visée et l'activiste (Gillan et Starks, 2007; Rojas et al., 2009; Thomas et Cotter, 2007).

Tableau 6 : Taux de réussite par année

	Taux de succès			
	Succès	Échec	Total	% succès
Années				
2000	1	7	8	12,5%
2001		9	9	0,0%
2002			0	0,0%
2003	7	11	18	38,9%
2004	3	15	18	16,7%
2005	5	29	34	14,7%
2006	2	2	4	50%
2007	2	8	10	20,0%
2008	1	19	20	5,0%
2009	1	20	21	4,8%
TOTAL	22	120	142	15,5%

Tableau 7 : Taux de réussite selon les résultats des projets de résolution

	Taux de réussite selon les résultats des projets de résolution											
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Total	%
Projets												
Omis					1	0	1				2	9,1%
Retirés					1	5		1	1	0	8	36,4%
Votés	1			7	1	0	1	1	0	1	12	54,5%
TOTAL	1	0	0	7	3	5	2	2	1	1	22	100%

Le tableau 8 présente les pourcentages de votes recueillis pour les douze projets de résolutions implantés et qui ont été votés lors des assemblées générales. La ligne «Indéterminé» représente les dix projets de résolution omis ou retirés qui ont été mis en place ainsi qu'un projet qui a été voté à l'assemblée générale des actionnaires puis implanté, mais dont le pourcentage de votes favorables n'était pas disponible. Une première constatation pouvant être dégagée de ce tableau est que, contrairement à Ertimur, Ferri et Stubben (2006) et à Thomas et Cotter (2007), aucun des 22 projets de résolution n'a reçu plus de 50 % des votes lors des assemblées générales des actionnaires. Des 279 projets de résolution analysés, seulement deux ont été voté à plus de 50 %. Toutefois, la disponibilité des éléments d'information concernant ces deux projets de résolution ne permettait pas de déterminer si ceux-ci ont été implantés.

Tableau 8 : Taux de réussite selon le pourcentage de votes favorables reçus

	Taux de succès	
	Succès	%
Pourcentage		
0-10%	4	18,2%
10-20%	2	9,1%
20-30%	1	4,5%
30-40%	2	9,1%
40-50%	2	9,1%
Indéterminé	11	50,0%
TOTAL	22	100%

On peut par ailleurs aussi relever que quatre projets de résolution sur les onze ayant été votées et mis en place, n'ont reçu qu'entre 0 et 9,99 % des votes. De ces quatre projets, un se rapportait au conseil d'administration et deux se rapportaient à l'indépendance, soit aux deux catégories les plus fréquemment mis en place. Ces résultats démontrent ainsi la nécessité de considérer l'ensemble des projets de résolution ayant été soumis aux assemblées générales, contrairement à Ertimur, Ferri et Stubben (2006) et Thomas et Cotter (2007) qui n'ont pris en compte que les projets de résolutions votés à plus de 50 %.

5 Conclusion

À partir d'un échantillon de 142 projets de résolution d'activistes, cette étude a examiné la mise en place par les sociétés des pratiques de gouvernance visées par les activistes. Les résultats ont permis de constater qu'un faible pourcentage de projets de résolutions est mis en place par la direction des sociétés et leur conseil d'administration (15,5 %). En outre, le taux d'implantation des projets de résolutions varie grandement selon la nature du projet de résolution et selon le type d'activistes ayant soumis le projet. Les projets de résolution portant sur le conseil d'administration et sur l'indépendance, de même que ceux soumis par des investisseurs institutionnels ou des syndicats semblent davantage susceptibles d'être mis en place. La présente analyse a de plus, permis de constater que les projets de résolution soumis entre les années 2003 et 2007 ont un pourcentage d'implantation plus élevé. Ces pourcentages tendent à diminuer après 2007.

Par rapport aux études antérieures (Ertimur, Ferri et Stubben, 2006; Thomas et Cotter, 2007), les résultats de cette recherche mettent en avant l'importance d'analyser les projets de résolution n'ayant pas été soumis au scrutin ou encore n'ayant pas obtenu une majorité de votes favorables lors

des assemblées générales. Les résultats de l'étude ont en effet permis d'observer que sur les 22 résolutions mises en place, aucune n'a été votée à plus de 50 %. Lors des assemblées générales des actionnaires, 10 représentaient des projets de résolution qui ont été omis ou retirés et quatre sur les douze projets de résolution qui ont à la fois été implantés et votés, ont fait l'objet de votes se situant entre 0 et 9,99 %. Notons de plus, que l'échantillon sur lequel repose les analyses représente des sociétés canadiennes, sociétés ayant fait l'objet de peu d'études dans le domaine de l'activisme actionnarial. L'étude est aussi l'une des premières à mesurer le taux d'implantation en prenant en considération un délai de deux ans suivant la date où le projet de résolution a été soumise aux actionnaires. En considérant un délai d'implantation plus long, elle apporte une perspective à plus long terme, ce que peu de travaux ont fait jusqu'à présent. Enfin, du point de vue pratique, l'identification des projets de résolution ayant fait l'objet de taux d'implantation élevés devraient être de nature à intéresser les activistes qui désirent concentrer leurs efforts sur les projets à plus forte probabilité de succès. Nos résultats devraient également être de nature à intéresser les sociétés désirant connaître les actions prises par les autres sociétés face aux projets de résolution qui leur ont été soumis. Finalement, les conclusions de l'étude devraient présenter un intérêt certain pour les Autorité des marchés financiers puisqu'elles mettent en avant les pratiques de gouvernance revendiquées par les investisseurs et les réponses formulées par les sociétés.

Il faut toutefois admettre certaines limites à ce travail. Tout d'abord, en raison de la disponibilité des éléments d'information, 137 projets de résolution n'ont pu être analysés. Les résultats de l'étude se basent ainsi sur un échantillon de 142 projets de résolution. Notons en outre, que le taux d'implantation a été mesuré en prenant en considération les mises en application des changements demandés par l'intermédiaire de projets de résolutions soumis par des activistes. Or, comme le précise Ertimur, Ferri et Stubben (2006) de même que Thomas et Cotter (2007), ces implantations ne sont peut-être pas attribuables exclusivement aux projets de résolution des activistes. Ce faisant, l'impact des projets de résolution des activistes sur les pratiques de gouvernance des sociétés pourrait être surévalué.

Compte tenu des résultats obtenus, différentes voies de recherche sont envisageables. Il serait, par exemple, intéressant d'analyser le taux d'implantation des projets de résolutions selon d'autres caractéristiques, tels que la taille de la société, le pourcentage d'actions détenues par les activistes (Rojas et al, 2009) et le nombre de fois où le projet de résolution a été présenté avant d'être adopté (Ertimur, Ferri et Stubben, 2006). Des études longitudinales mesurant le taux d'implantation des projets de résolution sur plusieurs années seraient également intéressantes afin de déterminer si les dirigeants des sociétés cèdent aux exigences des activistes avec le temps. Finalement, comme certains

auteurs ont émis l'hypothèse qu'un des déterminants importants du taux d'implantation est le pourcentage d'entreprises dans le même secteur d'activité qui ont implanté un projet de résolution similaire, il serait intéressant qu'une analyse future du taux d'implantation tienne compte de cette variable (Ertirmur, Ferris et Stubben, 2006).

6 Références

- Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2) : 291-309.
- Beasley, M. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*. 71: 443-465.
- Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., Thomas, R.S. (2008). The Returns to Hedge Fund Activism. *Financial Analysts Journal*. 64 (6): 45-61.
- Carleton, W.T., Nelson, J.M., Weisbach, M.S. (1998). The influence of institutions on corporate governance through private negotiations: Evidence from TIAA-CREF. *The Journal of Finance*. 53 (4): 1335-1363.
- Catalyst. (2004). The Bottom Line : Connecting Corporate Performance and Gender Diversity. *Catalyst Publication Code D58*.
- Champoux-Paillé, L. (2010). *Les propositions d'actionnaires, un droit des actionnaires et un pilier de saine gouvernance*. http://medac.qc.ca/documentspdf/activites/porte_ouverte/2010-01-23_champoux_etude.pdf. [Accès le 4 octobre 2010].
- Core, J., Holthausen, R., Larcker, L. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*. 51: 371-406.
- Council of Institutional Investor, The Voice of Corporate Governance (2008). *Corporate Governance Policies*. <http://www.cii.org/UserFiles/file/CII%20Corp%20Gov%20Policies%20Full%20and%20Current%2009-29-10%20FINAL.pdf>. [Accès le 28 novembre 2010].
- Cziraki, P., Renneboog, L., Szilagyi, P.G. (2010). Shareholder Activism through Proxy Proposals: The European Perspective. *European Financial Management*. 16(5): 738-777.
- Dahya, J., McConnel, J.J. (2007). Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 42 (3): 535-564.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.
- De Bakker, F.G.A., den Hond, F. (2008). Activist's Influence Tactics and Corporate Policies. *Business Communication Quarterly*. 71(1): 107-111.
- Del Guercio, D., Hawkins, J. (1999). The Motivation and Impact of Pension Fund Activism. *Journal of Financial Economics*. 52: 293-340.

- Ertimur, Y., Ferri, F., Stubben, S.R. (2010). Boards of Directors' Responsiveness to Shareholders : Evidence from Shareholders Proposals. *Journal of Corporate Finance*. 16: 53-72.
- Fich, E.M., Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*. 61(2): 689-724.
- Francoeur C., & Labelle R. (2008). *Les avantages de la participation des femmes aux C.A.* <http://lapresseaffaires.cyberpresse.ca/economie/201003/08/01-4258317-les-avantages-de-la-participation-des-femmes-aux-ca.php>. [Accès le 14 octobre 2010]
- Francoeur, C., Labelle, R., Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*. 81: 83-95.
- Gillian, S.L., Starks, L.T. (2000). Corporate Governance Proposals and Shareholder Activism: the Role of Institutional Investors. *Journal of Finance Economics*. 57: 275-305.
- Gillian, S.L., Starks L.T. (2007). The Evolution of Shareholder Activism in the United States. *Journal of Applied Corporate Finance*. 19: 55-73.
- Huynh, Q.T. (2009). L'influence de l'activisme des actionnaires minoritaires sur la gouvernance des entreprises françaises cotées. Université Montesquieu-Bordeaux IV.
- Karpoff, J.M. (2001). The Impact of Shareholder Activism on Target Companies: A Survey of Empirical Findings. *University of Washington*.
- Karpoff, J.M., Malatesta, P.H., Walkling R.A. (1996). Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. 42: 365-395.
- Le Maux, J. (2003). L'activisme : une protection active des actionnaires minoritaires, *CREFIB*.
- Ministère de la Justice. (2010). Loi canadienne sur les sociétés par actions. <http://lois.justice.gc.ca/PDF/Loi/C/C-44.pdf>. [Accès le 16 octobre 2010].
- Nielsen, S., Huse, M. (2010). The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*. 18(2): 136-148.
- Rhoades, D.L., Rechner, P.L., Sundaramurthy, C. (2000). Board composition and financial performance: a meta-analysis of the influence of outside directors. *Journal of Managerial Issues*, 12: 76-92.
- Rojas, M., M'zali, B., Turcotte, M-F., Merrigan, P. (2009). Bringing About Changes to Corporate Social Policy through Shareholders Activism: Fillers, Issues, Targets, and Success. *Business and Society Review* 114(2): 217-252.
- Smith, M. (1996). Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS, *Journal of Finance*. 51: 227-252.
- Thomas, R., Cotter, J.F. (2007). Shareholder Proposals in the New Millennium: Shareholder Support, Board Response and Market Reaction. *Journal of Corporate Finance*. 13 (2/3): 368-391.
- Wagner, J.A., Stimpert, J.L. et Fubara, E.I. (1998). Board composition and organizational performance: two studies of insider/outsider effects. *Journal of Management Studies*, 35: 655-677.
- Wahal, Sunil. (1996). Public pension fund activism and firm performance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 31: 1-23.