



HAL
open science

RELATION ENTRE LA GOUVERNANCE ET LE RISQUE DES ENTREPRISES : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES

Michel Coulmont, Sylvie Berthelot, Maripier Drapeau

► **To cite this version:**

Michel Coulmont, Sylvie Berthelot, Maripier Drapeau. RELATION ENTRE LA GOUVERNANCE ET LE RISQUE DES ENTREPRISES : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES. Mesure, évaluation, notation – les comptabilités de la société du calcul, May 2014, lille, France. pp.cd-rom. hal-01899562

HAL Id: hal-01899562

<https://hal.science/hal-01899562>

Submitted on 24 Oct 2018

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.

RELATION ENTRE LA GOUVERNANCE ET LE RISQUE DES ENTREPRISES : CAS DES ENTREPRISES CANADIENNES

*Michel COULMONT
Sylvie BERTHELOT
Maripier DRAPEAU*

Résumé

La présente étude a pour objectif d'évaluer si de bonnes pratiques de gouvernance baissent le niveau de volatilité des sociétés cotées sur la Bourse de Toronto (TSX250). Les résultats tendent à démontrer qu'effectivement, plus une société possède de bonnes pratiques de gouvernance, plus son risque bêta (risque systématique) diminue. Particulièrement, les modes de détention d'actions et la rémunération des dirigeants et administrateurs sont les pratiques les plus pertinentes à la diminution de ce risque bêta. Ces résultats devraient permettre aux participants des marchés financiers, en particulier les investisseurs institutionnels et les fonds éthiques, de faire des choix toujours plus appropriés.

Mots clés : Gouvernance, risque systématique

Abstract

This study aims at assessing whether good governance practices decrease the volatility of companies traded on the Toronto Stock Exchange (TSX250). Our results suggest that, indeed, the more a company has good corporate governance practices, the more its beta (systematic risk) decreases. We found that the shareholders structure and the CEO and directors compensation are the most relevant practices contributing to the reduction of risk level. Our findings should enable financial market actors, in particular institutional investors and ethical funds, to make more appropriate choice.

Key words: Corporate governance; systematic risk.

1 Introduction

Dans leur article publié en 2003, Foerster and Huen mentionnent que des cyniques pensent que l'intérêt pour la gouvernance est cyclique, et fortement lié aux périodes de crise économique. Dans une période où la reprise des marchés est difficile, et où l'on se relève d'une grave crise économique qui a trouvé ses racines notamment dans une mauvaise gouvernance d'entreprise, il semble en effet logique que des chercheurs tentent d'expliquer l'impact de la gouvernance sur les différents aspects dans lesquels gravitent les entreprises.

Nombreuses sont les études depuis le début du siècle qui se sont intéressées de près ou de loin à la gouvernance. On y a traité de ses sources et ses impacts sur les différents éléments qui en sont affectés, notamment la performance, financière et non financière, ou encore sur la valeur de l'entreprise. Toutefois, celles cherchant à établir un lien entre une bonne gouvernance et le risque d'entreprise sont rares, voire inexistantes. C'est pourquoi la présente recherche, qui s'appuie sur un indice de gouvernance reconnu et une mesure de risque largement accepté, revêt une importance certaine. Le but est de déterminer s'il existe un lien entre une bonne gouvernance d'entreprise et le risque de cette dernière. L'indice de gouvernance utilisé dans le cadre de la présente recherche est l'indice du journal canadien *The Globe and Mail*, appelé *Corporate Governance Index*. Aux résultats du classement de cet indice, qui est réalisé annuellement, ont été ajoutées certaines variables exogènes pouvant avoir un impact sur le risque. Ce dernier est le risque systématique, ou risque bêta. Une analyse de régression, dont le modèle a été inspiré de Salama and al. (2011), a été appliquée sur des entreprises de l'indice TSX composite de la Bourse de Toronto ayant été évaluée par le *Globe and Mail*.

L'étude est une des premières à évaluer l'impact d'une bonne gouvernance pour une entreprise sur son risque bêta. La question, est-ce qu'une bonne gouvernance diminue la volatilité du titre boursier de l'entreprise, calculée à l'aide du risque systématique, obtient ici une partie de la réponse. Aussi, cet article permet une meilleure conception de l'effet d'une bonne gouvernance, du moins pour les entreprises canadiennes du TSX composite, sur le risque systématique. On pourra alors comprendre de façon plus complète l'impact de cet indice, et ainsi prévoir l'effet du classement sur les aspects supplémentaires importants de l'entreprise (en plus des différents indicateurs de performance financière et non financière, la valeur sur le marché, certains ratios comme le *market-to-book*, etc.). Les résultats obtenus dans la recherche présentée ici permettront par ailleurs aux participants des marchés financiers, dont les investisseurs institutionnels et les fonds éthiques, de prendre de meilleures décisions d'investissement.

L'article est subdivisé en quatre grandes sections. D'abord, le développement du cadre théorique, élaboré à l'aide d'études théoriques et empiriques permet de situer l'état de la question de la gouvernance et de poser les hypothèses qui sous-tendent la recherche. La méthodologie et une discussion des résultats sont ensuite développées. Finalement, une conclusion présentant les apports et les limites de la recherche, de même que les différentes avenues possibles découlant de l'étude complètent l'article.

2 Développement du cadre théorique

Dans un contexte économique difficile, où l'on peine à sortir d'une crise mondiale qui puise ses racines notamment dans des pratiques de gouvernance faibles et de l'opportunisme des dirigeants (Chatelin and Trébucq, 2003), les chercheurs ont tenté de définir quels sont les bons mécanismes de gouvernance, et sur quoi ces derniers ont réellement un impact. La plupart des recherches sur le sujet portent sur l'effet de la gouvernance sur de nombreux indicateurs de performances, qu'ils soient comptables ou directement liés à la bourse. Dans le cas présent, la recherche s'appuie sur deux principaux éléments, soit la gouvernance et le risque bêta. Le cadre théorique présente dans un premier temps une suggestion de définition pour la gouvernance et une définition établie par la littérature pour le risque bêta. Dans un deuxième temps, les principales théories sous-jacentes sont brièvement expliquées. Dans un troisième et dernier temps, une recension des écrits et la formulation des hypothèses qui sous-tendent l'étude sont présentées.

2.1 Gouvernance

Comme le rappelait Hufty (2007) en citant Björk and Johansson : « Il n'existe pas de définition unique de la gouvernance qui fasse l'objet d'un consensus : "*There are almost as many ideas of governance as there are researchers in the field*" ». Presque chaque étude portant sur la gouvernance tente d'apporter sa propre définition. Voici donc des définitions apportées en premier lieu par Foerster and Huen (2003), en second lieu par Baron (2003) et en troisième et dernier lieu par Charreaux (1997 et 2011).

Foerster and Huen (2003) proposent d'entrée de jeu cette définition :

« La gouvernance corporative réfère au processus dans lequel les fournisseurs de capitaux (actionnaires) tentent de s'assurer que les dirigeants de la firme dans laquelle ils investissent fournissent un retour suffisant. La gouvernance corporative concerne le problème d'agence dans lequel les actionnaires (principaux) sont les propriétaires ultimes de la firme et veulent s'assurer que les gestionnaires (agents), qui sont distincts des actionnaires, agissent dans le meilleur intérêt des actionnaires plutôt que dans le leur. »¹

Baron écrivait en 2003 que le terme *gouvernance d'entreprise* impliquait une notion importante des contrats, des liens qui existent autour de l'entreprise. Ces liens, mentionne-t-elle, sont les actionnaires et les dirigeants, bien sûr, mais aussi les salariés et les investisseurs institutionnels, les créanciers, clients, fournisseurs et pouvoirs publics (qui seront définis comme les *parties prenantes*, ou *stakeholders*, de l'entreprise dans la théorie). Dans sa définition de la gouvernance d'entreprise, elle ajoute qu'elle est « synonyme de mise en place de règles, de procédures de contrôle de l'action des dirigeants afin de protéger les actionnaires. » On comprend donc que les intérêts des actionnaires sont la priorité d'un conseil d'administration, mais qu'il devra néanmoins tenir compte des intérêts des autres parties prenantes dans son mandat.

Charreaux (2011), quant à lui, propose différentes définitions de la gouvernance selon les courants théoriques dont elles sont inspirées. Ainsi, selon le modèle financier, qui provient de la théorie de l'agence, de même que celle qui en découle, soit la théorie des coûts d'agence, et

¹ Traduction libre

une vision de la firme managériale : « Le système de gouvernance est composé, d'une part, de mécanismes "internes" à la firme, mis en place intentionnellement par les parties ou imposés par le législateur, d'autre part, de mécanismes "externes" représentant la discipline exercée par les marchés. » Ainsi, à titre de mécanisme interne, le conseil d'administration joue un rôle de « gardien des règles » en s'assurant de réduire les coûts d'agence entraînés par la séparation de la fonction de dirigeant et de propriétaire. Toutefois, comme le mentionne l'auteur dans son article, le modèle financier présente un portait incomplet de la situation en ne prenant pas en compte notamment le fait qu'il n'y a pas que les actionnaires et les dirigeants qui soient impliqués dans l'entreprise. C'est pourquoi l'auteur poursuit avec d'autres modèles.

Le modèle contractuel partenarial, qui, comme son nom l'indique, considère qu'il n'y a pas que les dirigeants et les actionnaires comme parties dans le fonctionnement de l'entreprise, dans les « nœuds de contrats » de la firme. En effet, cette théorie implique les autres parties prenantes. Pour cette définition de la gouvernance, Charreaux cite Zingales (1998) : « Pour Zingales (1998), la gouvernance n'influe sur la création de la rente qu'à travers la répartition. Autrement dit, le système de gouvernance n'est qu'un ensemble de contraintes régissant la négociation qui a lieu ex post entre les différentes parties pour se partager la rente. »

Finalement, Charreaux apporte une définition qu'il a lui-même édifiée en 1997 :

« [...] le système de gouvernance constitue l'ensemble des mécanismes (organisationnels ou institutionnels) qui gouverne les décisions des dirigeants et détermine leur latitude ».

Puisque la présente recherche s'inscrit dans le modèle financier, c'est l'approche ralliant ce concept qui a été retenue dans la définition de la gouvernance. Il sera donc retenu que la gouvernance est un ensemble de mécanismes (internes ou externes, organisationnels ou institutionnels, créés par l'entreprise ou obligatoires par des mesures législatives) qui encadrent les processus décisionnels des dirigeants d'entreprises. Évidemment, un des mécanismes importants est le conseil d'administration. C'est d'ailleurs ce mécanisme précisément qui est étudié plus en profondeur ici.

22 Risque bêta β

Le risque bêta, ou risque systématique, aussi appelé indice de volatilité, est un indice utilisé pour calculer la variation du cours de l'action d'une entreprise par rapport aux variations de l'indice boursier sur laquelle l'entreprise est inscrite. On calcule ainsi la sensibilité du titre étudié par rapport au marché dans lequel il vit. Un bêta de 1 signifie une variation égale au cours boursier pour la période étudiée, alors qu'un bêta de 1,5 signifie que pour une variation de 1 de l'indice de référence, l'indice du titre variera à la hausse de 50 % de plus. Cela signifie aussi que pour une variation de -1 de l'indice de référence, le titre étudié connaîtra une diminution 50 % plus importante. Inversement, une variation inférieure à 1 soulignera une variation moins importante que l'indice de référence.

23 Théories sous-jacentes

Le présent article s'appuie sur trois principales théories. La première, la théorie de l'agence, invoque les conflits liés à la séparation des rôles de propriétaires d'entreprise et dirigeants. Les propriétaires (les mandants) demandent à un gestionnaire (le mandataire) de gérer pour

eux leur entreprise. Ils s'attendent évidemment à un rendement maximal. Afin de s'assurer que les mandataires travaillent dans le but de maximiser la richesse des mandants des coûts de surveillance devront être encourus, les mandants devront supporter des coûts de surveillance. Ces coûts sont appelés coûts d'agence. Plusieurs études considèrent que les conseils d'administration sont un moyen de réduire ces coûts (Adjaoud and al., 2007). Selon cette théorie, un des moyens d'assurer une gouvernance efficace et au service des actionnaires est d'avoir un conseil d'administration le plus indépendant possible.

La seconde, la théorie des parties prenantes, ou *stakeholder theory*, est « un ensemble de propositions qui suggèrent que les dirigeants ont des obligations éthiques envers leurs stakeholders » (Mercier, 2006). La responsabilité des dirigeants ne se limite donc plus, selon cette théorie, à la maximisation des profits des propriétaires. Les besoins et exigences des parties prenantes, soit tous les communautés, entreprises, gouvernements, actionnaires et autres sur lesquels l'entreprise a un impact, doivent dorénavant être pris en compte.

Enfin la troisième, la théorie de l'enracinement mentionne que le dirigeant peut être tenté de créer des structures organisationnelles ou encore des projets où il est le seul à comprendre l'ensemble de ce qui est fait. Cela le rend plus difficile à remplacer, car les coûts pour comprendre le travail qu'il a effectué pourraient être importants. Le fait de se rendre difficile à remplacer, appelé enracinement, est le cœur de cette théorie. Selon cette théorie, ce comportement du dirigeant est responsable de la sous-performance de certaines entreprises. C'est notamment dans l'objectif de diminuer l'enracinement qu'il est recommandé que le chef d'entreprise n'occupe pas aussi la chaise du président du conseil d'administration.

24 Recension des écrits

Plusieurs auteurs se sont intéressés aux relations entre la gouvernance et la performance financière et/ou valeur au marché des entreprises ou encore entre le risque bêta et certains indicateurs de performances non financiers. En 2007, Adjaoud and al. mentionnaient que les résultats obtenus au *Corporate Governance Index* n'avaient pas d'impact sur des indices de performance dits traditionnels (soit le ROE, le ROI et l'*earnings per share*, ou EPS, pour les ratios comptables et le ratio boursier *market-to-book*). Ils affirment par contre que certaines mesures de création de valeurs (EVA et MVA) sont quant à elles influencées par une bonne gouvernance telle que définie par les critères du Globe and Mail. En 2011, Kolsi and Ghorbel confirment ces résultats (pour les ratios de ROE, ROI et *market-to-book*, les autres ratios n'ayant pas été considérés par les auteurs), en ajoutant toutefois que lorsqu'un certain seuil de divulgation, qui est le quatrième ensemble de questions du *Corporate Governance Index*, est atteint, on peut considérer que la gouvernance a un impact sur la performance financière. Adjaoud and al. (2007) suggèrent que si les études antérieures ne trouvaient pas de lien significatif entre la gouvernance et la performance, c'est peut-être parce que les variables utilisées pour mesurer la performance n'étaient pas adéquates. Ces auteurs suggèrent notamment l'usage des mesures de création de valeurs, qu'ils appellent MVA et EVA², comme outils de mesure de performance, parce qu'ils sont plus fiables et donnent des informations plus pertinentes, en plus de pousser les gestionnaires à créer de la valeur ajoutée pour les actionnaires. Ces mesures sont d'ailleurs corrélées avec une bonne gouvernance.

2 MVA = valeur de marché des actions en circulation - actions ordinaires

EVA = bénéfice net attribuable aux actions ordinaires après impôts - (coût des capitaux propres) * actions ordinaires

Berthelot and al. (2010) ont prouvé que le rang obtenu par les entreprises à l'indice du *Globe and Mail* avait un lien significatif sur leur valeur de marché, de même que sur leurs résultats comptables. En effet, les investisseurs réagissent à l'annonce du rang obtenu par l'entreprise, et cette réaction se reflète dans le prix de l'action. Les auteurs suggèrent deux pistes d'explication pour le lien trouvé, soit le fait que les investisseurs ont un intérêt pour la gouvernance, ou encore que les investisseurs réagissent aux bons résultats comptables, qui eux sont influencés par de bonnes pratiques de gouvernance. Ils suggèrent aussi, en lumière des résultats qu'ils ont obtenus, que l'indice de gouvernance du *Globe and Mail* a réussi à saisir des éléments qui sont liés à de meilleurs résultats comptables. Dans le même ordre d'idées, Foerster and Huen (2003) affirment quant à eux que le marché réagit aux informations publiées concernant le positionnement des entreprises dans le *Corporate Governance Index*. Ils expliquent en effet que même si les informations concernant la gouvernance avaient déjà été publiées (par les circulaires de la direction notamment), les investisseurs canadiens réagissent à la nouvelle publiée par un intervenant indépendant de l'entreprise. Les auteurs précisent que d'un point de vue économique, la réaction est plutôt marginale. C'est en effet un lien statistiquement significatif qui a été trouvé au cours de cette étude.

Klein and al. (2005) n'ont trouvé, quant à eux, aucun lien significatif à l'effet que le score total obtenu dans le *Corporate Governance Index* puisse avoir une relation avec la valeur d'une entreprise (calculé avec le Q de Tobin). Ayant aussi évalué l'effet du résultat de l'indice sur la performance, ils soutiennent par contre que certains éléments de l'indice ont une signification moins importante que les autres. Effectivement, l'effet de la composition du conseil d'administration, qui a un poids total de 31 % sur l'indice, n'a pas prouvé un lien statistiquement significatif entre un bon résultat et la performance. Le lien trouvé était en effet, à la surprise des auteurs, négatif. Les autres indices ont par contre confirmé un lien positif et significatif avec la performance.

Au Royaume-Uni, Weir and al. (2002) ont étudié l'effet des mécanismes de structure des conseils d'administration sur la performance (mesuré avec un proxy du Q de Tobin). Leur recherche démontre qu'il n'existe qu'un faible lien entre les mécanismes de gouvernances (qu'ils soient internes ou externes au conseil d'administration) et la performance. Ils ont toutefois relevé certains éléments plus précis qui avaient certains impacts intéressants, notamment le fait que les dirigeants actionnaires montraient des signes d'enracinement. De plus, ils montrent que les compagnies classées parmi le premier décile (établi à l'aide des critères du code des meilleures pratiques basé notamment sur le rapport Cadbury) avaient une proportion plus importante de membres indépendants autant sur le conseil d'administration que dans les sous-conseils.

Au Brésil, Correia and al. (2009) ont réalisé une analyse en composantes principales (ACP) dans le but d'établir un indice de gouvernance propre aux entreprises brésiliennes. Leurs résultats ont permis de faire ressortir quatre principales composantes : la transparence, la protection des investisseurs, la rémunération et finalement la composition du conseil d'administration et la structure de propriété.

Spécifiquement au regard du risque bêta, Salama and al. (2011) ont analysé l'impact du *Corporate environmental performance* (CER) sur le risque bêta. Les résultats ont montré une relation significative et négative entre le résultat obtenu à l'indice du CER et le risque bêta. Coulmont and Berthelot (2013) ont, quant à eux, étudié l'impact d'une affiliation au Pacte Mondial pour des sociétés françaises sur leur risque bêta avec comme conclusion que cette

affiliation tend à réduire ce risque. Les auteurs suggèrent que le fait d'adhérer à des principes éthiques permet de diminuer les risques opérationnels de façon suffisamment élevée pour que cela se rapporte dans le risque bêta. Ces deux études tendent donc à montrer que de bonnes pratiques d'entreprise permettent de diminuer le risque bêta.

En résumé, bien que de nombreuses d'études se sont concentrées à évaluer l'impact de la gouvernance sur différents indicateurs de performances, très peu se sont attardées aux effets sur le risque bêta des entreprises. La présente étude représente donc une avancée dans le domaine des recherches sur la gouvernance, car il propose une réponse à une question non encore posée, à savoir : une bonne gouvernance d'entreprise a-t-elle un impact significativement négatif sur son risque bêta? À la lumière des études présentées ci-haut, il semble qu'avoir une bonne gouvernance a essentiellement, ce qui est logique, des effets nuls ou positifs sur les différents éléments qui sont affectés par l'entreprise, comme la performance. Il semble aussi qu'entreprendre des actions positives, par exemple adhérer au Pacte Mondial, a pour effet de diminuer le risque bêta. En extrapolant, on pourrait donc supposer que si la gouvernance d'une entreprise est bonne, son risque bêta sera plus faible (et donc que l'entreprise sera très peu volatile par rapport au marché) qu'une entreprise présentant une moins bonne gouvernance. Suivant ce raisonnement, voici l'hypothèse générale qui sous-tend l'étude :

Hypothèse générale : Les entreprises ayant un résultat de gouvernance élevé auront un risque plus faible.

Comme l'indice de gouvernance à l'étude est subdivisé en quatre sections (1- composition du conseil; 2- actionnariat et rémunération; 3- droit des actionnaires; et 4- divulgation), les hypothèses de recherche peuvent aussi être fractionnées en quatre hypothèses :

Hypothèse 1 : Plus le score obtenu pour l'indicateur de la composition du conseil sera élevé, plus faible sera le risque de l'entreprise.

Hypothèse 2 : Plus le score obtenu pour l'indicateur actionnariat et rémunération sera élevé, plus faible sera le risque de l'entreprise.

Hypothèse 3 : Plus le score obtenu pour l'indicateur droit des actionnaires sera élevé, plus faible sera le risque de l'entreprise.

Hypothèse 4 : Plus le score obtenu pour l'indicateur divulgation sera élevé, plus faible sera le risque de l'entreprise.

3 Méthodologie

3.1 Choix de l'indice de gouvernance

Foerster and Huen (2003) mentionnent la difficulté d'obtenir des résultats fiables en raison du défi important que représente la mesure d'une bonne gouvernance. De fait, de nombreux indices et outils existent pour évaluer la qualité de la gouvernance des entreprises, notamment l'indice de S&P et le *Governance Metrics International* (GMI) (Olivéro and Hanène, 2011). Dans la recherche portant sur les sociétés canadiennes, un outil de mesure semble toutefois se démarquer, en raison des différentes dimensions de la gouvernance qu'il se propose d'étudier et qui en fait un outil plus complet que la plupart des autres outils de mesure. Publié pour la

première fois en 2002, l'indice de gouvernance³ (*Corporate Governance Index*) du journal canadien *The Globe and Mail* est un indice publié annuellement depuis 2002 et est largement utilisé comme indice de bonne gouvernance dans les recherches.

L'indice du *Globe and Mail* recoupe des éléments posés dans les théories comptables concernant une bonne gouvernance, notamment l'indépendance des membres du conseil (et la proportion dans laquelle les membres sont indépendants), proposition mentionnée notamment dans la théorie de l'agence, et la divulgation qui, comme mentionnée dans la recension des écrits, semble avoir un impact sur la performance des entreprises canadiennes. L'indice est subdivisé en quatre grandes catégories : la composition du conseil, l'actionnariat et la rémunération (des dirigeants et des administrateurs), les droits des actionnaires et la divulgation. On peut constater ici que les critères du *Globe and Mail* s'apparentent fortement aux critères trouvés par Correia and al. en 2009.

La composition du conseil concerne particulièrement l'indépendance des membres du conseil d'administration et de ses différents comités, la composition du conseil (entre autres la séparation du rôle de président du conseil d'administration et PDG de l'entreprise et les autres activités des membres du conseil, comme leur présence sur des conseils d'autres entreprises) et le contrôle du conseil lui-même. L'actionnariat et la rémunération considèrent les modes de rémunération des membres du conseil et la dilution possible de l'actionnariat. La catégorie s'intéressant aux droits des actionnaires examine les conditions liées aux droits de vote, les options d'achat d'actions et le niveau de dilution. Et finalement, la section divulgation s'attaque aux renseignements fournis sur les membres du conseil d'administration, leur rémunération et leur évaluation (dont la présence aux conseils). Chaque catégorie se compose d'un ensemble de questions, pour lesquelles sont attribués des points. Par exemple, pour la question « Quel est le pourcentage des membres du conseil complètement indépendants? », des points sont accordés selon les performances (4 si le conseil est au moins au $\frac{2}{3}$ indépendant, 2 s'il est de $\frac{1}{2}$ et aucun point si moins de la moitié du conseil est indépendant). Le total des points par catégories est ensuite calculé pour donner un résultat total, qui définit les rangs des entreprises. La composition du conseil compte pour 31 points, l'actionnariat et la rémunération pour 28 points, les droits des actionnaires pour 28 points et la divulgation pour 13 points, pour un total de 100 points.

Les résultats du *Corporate Governance Index 2013* ont été recueillis à même le site en ligne du journal *The Globe and Mail*. Ces derniers ont été diffusés le 24 novembre 2013. Ils ont été recueillis sous forme de tableaux présentant les résultats par questions, puis par indicateurs. Les noms et secteurs d'activités de chaque entreprise étaient aussi précisés. Les secteurs d'activités étaient séparés en 11 catégories, soit finances, matières premières, biens de consommation, énergie, services publics, consommation discrétionnaire, industriel, services de télécommunication, technologie de l'information et soins de santé. Ce sont ces catégories qui ont été utilisées dans le cadre des analyses présentées dans la section des résultats. Elles ont été intégrées à la formule de régression sous la forme de variables binaires (appartenance ou non à ce secteur d'activité). Les informations concernant les entreprises de l'échantillon ont été obtenues. Toutes les informations financières sont issues de la base de données de Capital IQ et sont relatives aux derniers états financiers publiés par les sociétés, soit les années financières 2012 ou 2013. Le risque bêta (en date du 25 novembre 2013) a été extrait de Bloomberg. Ceux-ci ont été calculés de façon journalière sur une période d'un an.

³ Toutes les traductions de l'indice du *Globe and Mail* sont des traductions libres de l'auteur.

Les entreprises sélectionnées sont celles faisant l'objet d'un classement dans le cadre du *Corporate Governance Index* du *Globe and Mail*. Ces entreprises sont cotées sur l'indice composite S&P/TSX pour l'année 2013, soit l'année à l'étude. Au total, 232 entreprises ont fait l'objet de l'évaluation du *Globe and Mail*. Toutefois, six entreprises ont été retirées de l'échantillon en raison d'un manque d'information ou pour des changements importants de structures financières. Les fiducies, qui étaient au nombre de 15, ont aussi été retirées de l'échantillon. L'échantillon final est donc composé de 211 entreprises cotées au S&P/TSX.

32 Construction du modèle

Le modèle établi pour évaluer l'impact de la gouvernance sur le risque est inspiré des modèles de Kolsi and Ghorbel (2011) et Salama and al. (2011). Une première analyse a tout d'abord été faite sans la variable des résultats obtenus au *Corporate Governance Index*. Le modèle utilisé à cette étape est le suivant :

$$BETA_i = \beta_0 + \beta_1 TAILLE_i + \beta_2 POUT_i + \beta_3 LIQU_i + \beta_4 DT_i + \beta_5 ACT_i + \beta_6 ROE_i + s_i \quad (1)$$

Où le $BETA_i$ représente le risque bêta, ou risque significatif de la nième entreprise. Les variables de contrôles ont été choisies parce que ce sont des caractéristiques des entreprises qui peuvent avoir un impact sur leur risque bêta. Ces variables sont dans le modèle présenté ci-haut la taille (TAILLE, qui est le log des actifs totaux), le ratio *payout* (POUT, ratio de distribution de dividende, dividendes par action/bénéfice par action), le ratio de liquidité (LIQU, actifs court terme totaux/passifs court terme totaux), le ratio d'endettement (DT, dette totale/équité totale), le ratio de croissance des actifs sur un an (ACT, actifs totaux année t/ actifs totaux année t-1) et le ratio de rendement des capitaux propres, ou *return on equity* (ROE).

Dans le second modèle, l'impact des trois principaux secteurs a été ajouté :

$$BETA_i = \beta_0 + \beta_1 TAILLE_i + \beta_2 POUT_i + \beta_3 LIQU_i + \beta_4 DT_i + \beta_5 ACT_i + \beta_6 ROE_i + \beta_{7-9} SECTEUR_i + s_i \quad (2)$$

Le second modèle n'ajoute que les trois principaux secteurs d'activité pratiqués par les entreprises évaluées par l'indice, car ils représentent la grande majorité des secteurs. En effet, le secteur financier, celui des matières premières et celui de l'énergie comptent pour 66 % des entreprises. Les secteurs SFIN (financier), SMATP (matières premières) et SENR (énergie) sont des variables binaires égales à 1 si l'entreprise œuvre dans le secteur, et 0 si ce n'est pas le cas.

Par la suite, la composante reliée à la variable étudiée, soit le résultat obtenu au *Corporate Governance Index* a été ajoutée au modèle, ce qui a conduit au modèle numéro 3 :

$$BETA_i = \beta_0 + \beta_1 G\&M_i + \beta_2 TAILLE_i + \beta_3 POUT_i + \beta_4 LIQU_i + \beta_5 DT_i + \beta_6 ACT_i + \beta_7 ROE_i + \beta_{8-10} SECTEUR_i + s_i \quad (3)$$

Où G&M est le score total obtenu par l'entreprise au *Corporate Governance Index* du *Globe and Mail* pour l'année 2013. Le modèle a ensuite été décomposé selon les quatre indicateurs du *Corporate Governance Index*, ce qui a donné le modèle suivant :

$$\begin{aligned} \text{BETA}_i = & \beta_0 + \beta_1 \text{G\&M_1}_i + \beta_2 \text{G\&M_2}_i + \beta_3 \text{G\&M_3}_i + \beta_4 \text{G\&M_4}_i + \beta_5 \text{TAILLE}_i \\ & + \beta_6 \text{POUT}_i + \beta_7 \text{LIQU}_i + \beta_8 \text{DT}_i + \beta_9 \text{ACT}_i + \beta_{10} \text{ROE}_i \\ & + \beta_{11-13} \text{SECTEUR}_i + s_i \end{aligned} \quad (4)$$

Où G&M_1 correspond au premier indicateur, soit la composition du conseil d'administration; G&M_2, à l'indice actionnariat et rémunération, G&M_3, à l'indice droits des actionnaires et G&M_4, à l'indice s'étant intéressé à la divulgation.

4 Résultats

4.1 Statistiques descriptives

Sur le plan sectoriel, ce sont les entreprises de l'énergie et des matières premières qui sont les plus présentes dans l'indice du Globe and Mail, avec une proportion respective de 26,5 % et 25,6 %, pour un total de 52,1 %. Vient ensuite le secteur financier avec 13,7 % et le secteur industriel avec 10 % de l'échantillon. Les secteurs de la consommation discrétionnaire, des biens de consommation, des services publics, des technologies de l'information, des services de télécommunication et des soins de santé ferment la marche avec une proportion totale de 24,2 %. Le tableau 1 suivant présente la répartition de l'ensemble de ses secteurs d'activités.

Tableau 1 : Répartition des entreprises par secteurs d'activités⁴ (N=211)

Secteurs	Nombre	% des entreprises
Finances	29	13,7 %
Matières premières	54	25,6 %
Biens de consommation	11	5,2 %
Énergie	56	26,5 %
Services publics	9	4,3 %
Consommation discrétionnaire	16	7,6 %
Industriel	21	10,0 %
Services de télécommunication	5	2,4 %
Technologie de l'information	7	3,3 %
Soins de santé	2	0,9 %
Autre	1	0,4 %

Sur le plan des pratiques de gouvernance (tableau 2), selon les statistiques de classement du *Corporate Governance Index* 2013, la moyenne des résultats globaux est de 68,70 % et sa médiane est pratiquement identique à 69 %. Ceux-ci ont varié entre 32 % et 98 %, ce qui confirme qu'il y a une variation importante dans les performances des entreprises évaluées. Malgré ces variations importantes, on peut constater que les résultats sont relativement forts, considérant que la plus faible des entreprises a quand même réussi à récolter le tiers des points accordés. Klein and al. (2005) suggèrent que l'absence d'entreprises ayant des résultats très faibles pourrait s'expliquer par la réglementation canadienne sur la gouvernance, qui est relativement sévère. Par ailleurs, les bons résultats peuvent être expliqués, entre autres, par le fait que plusieurs des entreprises cotées sur le TSX le sont aussi sur une bourse américaine.

⁴ Les secteurs d'activités ont été définis par le *Globe and Mail* dans le cadre de la publication de son *Corporate Governance Index* de 2013.

Ces entreprises doivent alors se plier aux réglementations américaines, qui sont beaucoup plus exigeantes que les réglementations canadiennes, et donc ont *de facto* de bonnes pratiques de gouvernance primées par le *Corporate Governance Index*.

Tableau 2 – Statistiques de classement des résultats du Corporate Governance Index 2013 (N=211)

	Cote	Moy.	Écart type	Méd.	Min.	Max.
G&M_T	/ 100	68,70	15,32	69,00	32,00	98,00
G&M_1; Composition du C. A.	/ 31	20,90	5,12	21,00	2,00	30,00
G&M_2; Actionnariat et rémunération.	/ 28	17,79	5,73	18,00	3,00	28,00
G&M_3; Droits des actionnaires.	/ 28	20,59	5,10	21,00	5,00	28,00
G&M_4; Divulgateion.	/ 13	9,43	2,79	10,00	2,00	13,00

L'indice qui semble avoir été le mieux réussi est celui des droits des actionnaires (G&M_3). En effet, c'est pour cet indicateur que la meilleure note moyenne a été atteinte (soit 20,59/28 = 73,53 %). C'est aussi dans cet indicateur que la note minimale est la plus élevée. Par ailleurs, le seul indice où la note maximale n'a pas été atteinte au moins une fois est celui s'étant intéressé à la composition du C. A. (G&M_1). Même si la note maximale possible a presque été atteinte (la note maximale obtenue étant de 30/31), l'écart important entre celle-ci et la note la plus basse, soit 2/31, crée une variation importante dans les résultats, dont la moyenne se situe à 20,90/31 = 67,74 %. L'indice qui a été le moins bien réussi en moyenne est celui ayant pris en considération l'actionnariat et la rémunération des dirigeants et administrateurs (G&M_2), avec une moyenne de 17,79/28, soit 63,53 %.

Sur le plan financier (tableau 3), les entreprises sont de grande taille, avec en moyenne, des actifs totaux de 31 G\$ CAN (médiane = 3 G\$). Elles ont un ratio de dividende moyen de 39,7 % (médiane = 27,9 %), un ratio de liquidité moyen de 2,458 (médiane = 1,479) et un endettement moyen de 71,8 % (médiane = 41,4 %). De plus, ces entreprises ont connu une croissance moyenne des actifs de 19,6 % (médiane = 7,1 %) avec un rendement moyen et médian des capitaux propres de 10,2 %. Finalement, ces entreprises ont encouru un risque bêta moyen est de 1,125 (médiane = 0,917).

Tableau 3 – Statistiques financières de l'échantillon (N=211)

	Moyenne	Écart type	Médiane	Minimum	Maximum
Béta, β (1 an)	1,125	0,562	0,9117	0,366	2,704
TAILLE (G\$ CAN)	31,408	111,286	3,244	0,315	825,100
POUT	0,397	0,999	0,279	-6,067	4,950
LIQUI	2,458	3,235	1,479	0,023	19,745
DT	0,718	0,949	0,414	0,000	7,735
ACT	1,196	0,530	1,071	0,327	6,894
ROE	0,102	0,133	0,102	-0,400	0,640

42 Présentation des analyses et résultats de l'étude

Avant toute analyse des résultats des régressions, un test a été effectué pour vérifier l'absence de colinéarité entre les variables. Les résultats obtenus indiquent des VIF inférieurs à 10, qui

est le seuil suggéré par Hair and al. (2009). Les variables ne sont donc pas colinéaires et l'analyse peut être poursuivie sans problème ni limitation. Les résultats des quatre modèles de régressions sont présentés dans le tableau 4 suivant.

Tableau 4 – Résultats des analyses de régression linéaires. Variable dépendante : Bêta (N=211)

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
TAILLE_i	-0,080	0,042	0,079*	0,092**
POUT_i	-0,100***	-0,043*	-0,036	-0,034
LIQU_i	0,039***	0,008	0,006	0,005
DT_i	-0,131**	-0,030	-0,025	-0,028
ACT_i	0,006	0,039	0,031	0,025
ROE_i	-0,577**	-0,275	-0,263	-0,237
Constante	1,506***	0,648***	0,769***	0,693***
SFIN_i		-0,046	-0,073	-0,085
SMATP_i		1,051***	1,053***	1,025***
SEN_{Ri}		0,217***	0,207***	0,190***
G&M_T_i			-0,003**	
G&M_1_i				-0,001
G&M_2_i				-0,015**
G&M_3_i				0,003
G&M_4_i				0,002
R	0,483	0,834	0,838	0,842
R²	0,233	0,696	0,702	0,708
R² ajusté	0,211	0,682	0,687	0,689
F-Value	10,335***	51,063***	47,129***	36,827***

*** : p-value \leq 0,01, ** : p-value \leq 0,05 et * : p-value \leq 0,1

Le premier modèle consiste à évaluer l'importance des variables de contrôles sur le risque bêta. On peut constater que le R² ajusté est de 0,211, ce qui indique que 21,1 % de la variance du risque bêta un an est expliqué par les variables de contrôle. On peut aussi constater que, dans ce modèle, les estimateurs des coefficients du taux d'endettement (-0,131) et du ROE (-0,577) sont négatifs et significatifs (p-value \leq 0,05). Le coefficient du ratio de liquidités (0,039) est quant à lui positif et significatif (p-value \leq 0,01) et le coefficient du ratio de *payout* (-0,100) est négatif et significatif (p-value \leq 0,01) sur le risque bêta. Les autres variables, la taille et la croissance des actifs sont non significatives. Dans l'ensemble, ces résultats sont conformes à ceux trouvés par Salama and al. (2011) et par Coulmont and Berthelot (2013).

Le second modèle, qui prend en compte les trois principaux secteurs d'activité, a un R² ajusté de 0,682. On peut conclure que le secteur d'activité explique de façon importante le risque bêta des entreprises. Les résultats démontrent que les coefficients associés aux secteurs des matières premières (1,051) et de l'énergie (0,217) influencent positivement et de façon significative (p-value \leq 0,01) le risque bêta. Considérant que ce sont des secteurs qui sont très dépendants des conditions économiques mondiales, qui varient fortement au cours des années, il semble logique que les bêta des entreprises de ces secteurs d'activités s'en retrouvent augmentés. Par ailleurs, le secteur d'activité financier, qui lui est un secteur qui est généralement beaucoup plus stable, n'est pas significatif sur le risque bêta.

À l'analyse des résultats des régressions qui ont été effectuées dans les modèles 3 et 4, on peut conclure que les entreprises ayant de bonnes pratiques de gouvernance tendent à diminuer leur risque bêta. Le R^2 ajusté du troisième modèle est de 0,687, ce qui signifie que ce modèle explique 68,7 % de la variation du risque systématique. Le fait que le coefficient relié au résultat global (-0,003) soit significatif (p -value $\leq 0,05$) indique que le résultat total obtenu au *Corporate Governance Index* a un impact sur le risque bêta des entreprises. Ce résultat suit la logique qui a sous-tendu l'hypothèse de recherche, qui posait que de bonnes pratiques de gouvernance tendent à diminuer le risque des entreprises. Orlitzky and Benjamin (2001) expliquent un tel résultat en exposant que, pour une entreprise, avoir un bon comportement social peut aider à diminuer le risque parce qu'il y a moins de risques de procédures judiciaires à son endroit, dû au fait que l'entreprise risque moins de commettre d'infractions entraînant des pénalités. Ils affirment de plus que ces bons comportements peuvent aussi mener à de meilleures relations avec la plupart des parties prenantes, ce qui diminue aussi le risque. On peut appliquer ces faits aux principes de bonne gouvernance, car de bonnes pratiques diminuent les risques de fraude ou de mauvaises orientations de l'entreprise en contrôlant les actions des dirigeants. Les résultats (modèle 3) montrent aussi que les secteurs d'activités ont toujours un impact important avec des coefficients de 1,053 (p -value $\leq 0,01$) pour le secteur des matières premières et de 0,207 (p -value $\leq 0,01$) pour le secteur de l'énergie. La taille joue un rôle significatif, mais cette fois-ci, l'impact est positif avec un coefficient de 0,079 (p -value $\leq 0,1$). Ces derniers résultats avaient aussi été obtenus par Salama and al. (2011) et Coulmont and Berthelot (2013).

Pour établir plus précisément quelles sont les mesures de gouvernance faisant en sorte que le bêta diminue significativement, l'indice global a été éclaté en quatre sous-indices, soit les catégories énoncées dans le *Corporate Governance Index* (composition du C. A, actionnariat et rémunération [des dirigeants et administrateurs], droits des actionnaires et divulgation). Le R^2 ajusté de ce modèle (4) est de 0,689. Il explique donc encore un peu plus que le modèle 3 la variation du risque bêta, passant en effet de 68,7% à 68,9 %, une hausse de 0,2 %. Les résultats ont montré qu'un seul indice a un impact significatif sur le risque bêta des entreprises. En effet, le coefficient du deuxième indice évalué par le *Globe and Mail*, soit actionnariat et rémunération (G&M_2), est négatif (-0,015) et le seul à être significatif (p -value $< 0,05$). Considérant que cet indicateur s'intéresse à la rémunération des dirigeants et des membres du conseil d'administration, qui a un impact sur les résultats, et aux actions possédées par ces mêmes individus, ce qui a un impact sur le risque de l'entreprise aussi, cela semble logique. En effet, si le résultat obtenu par une entreprise pour cet indice est faible, cela signifie plusieurs choses. Premièrement, cela indique que les dirigeants et les administrateurs ne sont pas tenus de détenir des actions de l'entreprise, ce qui, selon la théorie de l'agence, peut faire en sorte qu'ils augmentent les prises de risques importants parce qu'ils n'en ressentiront pas les impacts financiers eux-mêmes. De fait, ces prises de risque ont un impact sur la valeur des titres de l'entreprise, et donc sur sa volatilité. Deuxièmement, cela implique que la rémunération de ces personnes n'est pas divulguée, ni justifiée, ce qui augmente le risque que cette rémunération soit plus (ou trop) importante, et donc joue sur les résultats de l'entreprise. Cela, à nouveau, joue sur la volatilité du titre, et donc sur le risque bêta. Fait intéressant à noter, c'est le sous-indice qui est en moyenne le moins réussi par les entreprises évaluées qui est le seul significatif dans le présent modèle. D'un autre côté, la taille est également positive avec un coefficient de 0,092 et significatif (p -value $\leq 0,05$), ce qui est toujours conforme aux résultats de Salama and al. (2011) et Coulmont and Berthelot (2013). Les coefficients associés aux secteurs des matières premières

(1,025) et de l'énergie (0,119) influencent toujours positivement et de façon significative (p -value $\leq 0,01$) le risque bêta.

5 Conclusion

La présente étude apporte une connaissance supplémentaire des impacts de la gouvernance des entreprises. En effet, il a été démontré que de bonnes pratiques de gouvernance permettent de réduire le risque systématique, ou risque bêta, des entreprises. Plus particulièrement, ce sont les pratiques liées à l'actionnariat et la rémunération des dirigeants et des administrateurs qui permettent de réduire significativement ce risque. En effet, des pratiques liées à la participation à l'actionnariat par les dirigeants et les administrateurs et des politiques de rémunérations et de gratifications claires, en fonction des résultats, respectées et divulguées, permettent de réduire significativement le risque bêta d'une entreprise. Les autres catégories de pratiques, soit la composition du C. A., les droits des actionnaires et la divulgation des informations, n'ont pas prouvé de lien significatif entre leur bon fonctionnement et une réduction significative du risque.

Les résultats trouvés dans le cadre de cette recherche permettront désormais aux participants des marchés financiers, en particulier les investisseurs institutionnels et les fonds éthiques, de prendre de meilleures décisions à la lumière des résultats obtenus dans les indices de gouvernance. Les investisseurs désirant un risque faible pour leurs investissements sauront qu'ils se rapprochent de leur objectif en choisissant des entreprises dont les pratiques de gouvernance sont bonnes.

Malgré ses contributions, l'étude présente aussi certaines limites. Les données collectées aux fins de la présente recherche ne portent que sur un an, soit l'année 2013, ce qui peut constituer une lacune, et ce, même si c'est une pratique assez répandue dans les études sur les impacts d'une bonne gouvernance. En effet, des effets de tendance n'ont ainsi pas pu être observés.

Par ailleurs, l'utilisation de l'indice *Corporate Governance Index*, qui est un indice apprécié et utilisé par nombre de chercheurs pour les études sur la gouvernance des entreprises canadiennes, peut être discutée. En effet, Adjaoud and al. (2007) ont critiqué, même s'ils ont décidé de l'utiliser, l'indice de gouvernance du *Globe and Mail*. Les auteurs reprochent en effet l'attribution arbitraire des pointages accordés aux quatre indices. Cette attribution peut causer des déséquilibres et entraîner des résultats qui peuvent en quelque sorte être faussés. En effet, on peut supposer que si la divulgation comptait pour plus de points, il serait possible qu'un lien significatif jusque-là ignoré devienne significatif. De plus, le fait que l'indice du *Globe and Mail* soit utilisé limite la portée des résultats, puisqu'il ne s'attarde qu'aux entreprises cotées à la Bourse de Toronto sur le TSX composite. Les résultats ne peuvent donc pas être extrapolés à d'autres sociétés qui ne sont pas cotées à cet indice. Il serait intéressant d'appliquer les critères du *Corporate Governance Index* à des entreprises cotées à des bourses autres que la Bourse de Toronto et d'analyser les liens qui existeraient entre ces résultats et le risque bêta de ces entreprises pour voir si les liens trouvés ici ne s'appliquent qu'au Canada ou non.

Il serait intéressant de compléter la présente recherche en réalisant une étude longitudinale qui utiliserait les données de toutes les années du *Corporate Governance Index* du journal canadien *The Globe and Mail*, soit depuis l'année 2002. Cette étude, portant sur les douze

années publiées actuellement et les années futures, pourrait permettre de constater une évolution éventuelle entre la variation des résultats obtenus au cours des années dans le *Corporate Governance Index* et les risques bêta associés. Il pourrait ainsi être possible qu'une signification différente pour les indicateurs qui actuellement n'ont pas prouvé de lien significatif puisse être trouvée. Par contre, les entreprises qui seraient alors étudiées seraient celles qui sont dans l'indice depuis les débuts, ce qui pourrait constituer une difficulté importante, puisque les entreprises inscrites au TSX composite varient au cours des années. Des entreprises ayant été considérées au cours de la présente étude pourraient devoir être retranchées d'un échantillon de résultats du *Corporate Governance Index* portant sur plusieurs années parce qu'elles n'auraient pas été présentes dans les résultats depuis les débuts de l'indice.

Une seconde analyse pourrait aussi être faite avec d'autres indices de gouvernance, tels l'indice du S&P ou le *Governance Metrics International* (GMI). Une analyse avec un indice différent pourrait confirmer ou infirmer les résultats trouvés avec le *Corporate Governance Index* du *Globe and Mail*, et même éventuellement trouver d'autres résultats significatifs.

Références

- Actufinance.fr. « BETA ». Actufinance.fr les coulisses de la finance, [En ligne] <http://definition.actufinance.fr/beta-808/> (Page consultée le 22 novembre 2013).
- Adjaoud, F., Zeghal, D., Andaleeb, S. (2007). The Effect of Board's Quality on Performance: a study of Canadian firms. *Corporate Governance : An International Review*, 15(4), 623-635.
- Baron, C. (2003). La Gouvernance : débats autour d'un concept polysémique. *Droit et société*, 2003/2 n° 54, 329-349.
- Berthelot, S., Morris, T., Morrill, C. (2010). Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. *Corporate Governance*, 10(5), 635-646.
- Cadieux, J., Lévesque, J. (2013). Colligé de notes du cours MQG 810 Traitement statistique de données, document inédit, Université de Sherbrooke.
- Charreaux, G. (2011) Quelle théorie pour la gouvernance? De la gouvernance actionnariale à la gouvernance cognitive. Cahier du FARGE, n° 1110402 Version 1 – Avril 2011.
- Chatelin, C., Trébucq, S. (2003). Stabilité et évolution du cadre conceptuel en gouvernance d'entreprise : un essai de synthèse. Communication pour les neuvièmes journées d'histoire de la comptabilité et du management. CREFIGE – Université Paris-Dauphine, Paris, France.
- Comité de terminologie française et Ordre des comptables agréés du Québec. (2011). Terminologie comptable. *CA Magazine*, 2(17-1).
- Correia, L. F., Amaral, H. F., Louvet, P. (2009, mai) Un indice de gouvernance pour les entreprises au Brésil. Communication présentée au 5^e colloque de l'IFBAE, Grenoble, France.
- Coulmont, M., Berthelot, S. (2013) The Financial Benefits of a Firm's Affiliation with the UN Global Compact. Actes du Third Journal of Management and Governance, HEC Montréal (25 octobre).
- De Villers, M.-É. Multi Dictionnaire de la langue française, 4^e édition. Montréal : Éditions Québec Amérique.
- Foerster, S.R., Huen, B.C.Y. (2003). Does corporate governance matter to Canadian investors? London : Richard Ivey School of Business, The University of Western Ontario.
- Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E. (2009). *Multivariate Data Analysis*. 7^e édition. Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ, United States.
- Hufty, M. (2007). La gouvernance est-elle un concept opérationnel? *Fédéralisme Régionalisme*, volume 7 : 2007, n° 2 – Société civile, globalisation, gouvernance : aux origines d'un nouvel ordre politique?
- Hufty, M., Dormeier Freire, A., Plagnat, P., Neumann, V. (2007). *Jeux de gouvernance : regards et réflexions sur un concept*. Genève : Éditions KARTHALA et IEUD, 2007.
- Klein, P., Shapiro D., Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. *Corporate Governance, an international review*, 13(6), 769-784.
- Kolsi, M., Ghorbel, H. (2011). Effet des mécanismes de gouvernance sur la performance financière et boursière : Cas des entreprises canadiennes. *La revue Comptable et Financière*, Suppl(6), 3-21.

- Lexique, glossaire du management. « Théorie de l'enracinement ». [En ligne] <http://www.lexiquedumanagement.com/index.php/component/content/article/1-management/1594-theorie-de-lenracinement.html> (Page consultée le 26 novembre 2013).
- Louis, G. (1979). L'intégration du risque dans la planification de la firme. *Revue d'Économie Industrielle*, 8(2), 37-67.
- Mercier, S., (2006). La théorie des parties prenantes : une synthèse de la littérature, (Maria Bonnafous-Boucher et Yvon Pesqueux, Décider avec les parties prenantes). Paris : La Découverte « Recherches ».
- Olivéro, B., Ezzine, H. (2011). Évolution de la gouvernance des entreprises et impact sur la visibilité boursière en période de crise. HAL Sciences de l'homme et de la Société.
- Orlitzky, M., Benjamin, J.D. (2001). Corporate Social Performance and Firm Risk : A Meta-Analytic Review. *Business and Society*, 40(4). 369-396.
- Page, J.-P. (2008). Gestion financière et création de valeur ajoutée. Sherbrooke : Les Éditions DTR.
- Salama, A., Anderson, K., Toms, J.S. (2011). Does community and environmental responsibility affect firm risk? *Business Ethics: A European Review*, 20(2), 192-204.
- THE GLOBE AND MAIL. « Board Games 2012: Canadian Corporate Governance rankings », The Globe and Mail, [En ligne], 2012, <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/management/board-games-2012/board-games-2012-canadian-corporate-governance-rankings/article5513242/> (Page consultée le 6 novembre 2013).
- THE GLOBE AND MAIL. « Board Games 2013: The best and worst governed companies in Canada », The Globe and Mail, [En ligne], 2013, <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/management/board-games-2013/board-games-2013/article15568421/> (Page consultée le 26 novembre 2013).
- Weir, C., Laing, D., J. McKnight, P. (2002). Internal and External Governance Mechanism: Their Impact on the Performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, June/July 2002, 579-611.