

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À TROIS-RIVIÈRES

DIVERSITÉ DU GENRE AU SEIN DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET LE COÛT DE
LA DETTE OBLIGATAIRE : ANALYSE DES FIRMES NORD-AMERICAINES

MÉMOIRE PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA
MAÎTRISE EN SCIENCES DE LA GESTION

PAR
FELICIEN DAMBO

JUILLET 2023

Université du Québec à Trois-Rivières

Service de la bibliothèque

Avertissement

L'auteur de ce mémoire, de cette thèse ou de cet essai a autorisé l'Université du Québec à Trois-Rivières à diffuser, à des fins non lucratives, une copie de son mémoire, de sa thèse ou de son essai.

Cette diffusion n'entraîne pas une renonciation de la part de l'auteur à ses droits de propriété intellectuelle, incluant le droit d'auteur, sur ce mémoire, cette thèse ou cet essai. Notamment, la reproduction ou la publication de la totalité ou d'une partie importante de ce mémoire, de cette thèse et de son essai requiert son autorisation.

RÉSUMÉ

Dans la quête de la mobilisation des ressources par emprunts obligataires, la question de la diversité du genre au sein du conseil d'administration intéresse de plus en plus les recherches dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, quand même bien même des preuves pour certaines sont mitigées. Dans un contexte post-réglementation (lois et réglementations en faveur de la diversité), l'objectif de ce travail est d'étudier si le comportement des prêteurs obligataires dans la détermination des rendements à exiger et l'évaluation du risque de défaut de la firme est influencé par la représentativité de la femme au sein du conseil d'administration. À l'aide d'une analyse de régression multivariée et d'un échantillon de 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines appartenant à huit secteurs d'activités entre 2002 et 2021, nous constatons que la diversité du genre impacte négativement et significativement le coût de la dette obligataire, fournissant ainsi la preuve qu'un conseil diversifié contribue à l'amélioration de la confiance des créanciers au sujet du risque d'insolvabilité de la firme, ce qui lui permettrait une meilleure réussite. Après avoir contrôlé les problèmes d'endogénéité et d'hétéroscédasticité, analysé d'autres caractéristiques au niveau de l'entreprise, du pays et des années de l'échantillon, utilisé des techniques économétriques alternatives et inclus des effets fixes années, industrie, pays et entreprise, nos résultats restent stables et robustes. Ce travail s'inscrit dans la rareté empirique sur la relation diversité du genre et le coût de la dette, se démarquant des autres études par l'utilisation de l'écart obligataire au lieu du taux d'intérêt d'emprunt bancaire et fournit des pistes de recherches importantes potentielles pour les prochaines études.

Mots clés : Diversité du genre, coût de la dette obligataire, conseil d'administration, gouvernance d'entreprise.

DEDICACE

À ma regrettée mère Marie LOSOKOLA WAMATO

*Elle qui tirait sa fierté dans nos réussites ; elle que nous voulions rendre fière à tout
prix.*

REMERCIEMENTS

Au terme de ce travail, je tiens à remercier particulièrement ma directrice de recherche, Professeure Zeineb Ouni, pour son encadrement, son implication, ses conseils et ses encouragements pour mener à bien ce travail de recherche. Merci de m'avoir aidé à franchir un palier dans cet univers scientifique.

Je remercie également mes évaluateurs, Professeur Foued Chihi et Professeur Jamal Ben Mansour, pour le temps qu'ils ont consacré à la lecture contributive et pour leurs commentaires qui ont permis d'améliorer la qualité du contenu.

Je tiens à exprimer toute ma gratitude à ma famille, à mon père (Jean Marie Kasanda), à ma défunte mère (Marie Losokola), à mes frères (Richard Muamba, Jean-Marc M'fuamba, Georges Kaputu, Emmanuel Kasanda et Daniel Kasonga), à ma sœur (Rachel Muleka) et à mes amis (Andy Mujanayi, Dorcas Amisi, Brunelle Limoko, Laudrine Mukoko), pour leur amour, encouragement et soutien durant toutes ces années de Maîtrise.

Ce travail n'est pas seulement le résultat du travail mais aussi celui d'un soutien psychologique et moral de toutes ces personnes anonymes qui se reconnaîtront à travers ces quelques lignes. Bien que long, nous avons fini grâce à vous.

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1. Condensé des organes de Gouvernance	25
Tableau 2. Exemple des quelques lois et Rapports	34
Tableau 3. Description de l'échantillon.....	53
Tableau 4. Statistiques descriptives	54
Tableau 5. Corrélation de Pearson.	55
Tableau 6. Tests de différence de moyenne du SPREAD.....	57
Tableau 7. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire : Principales preuves et vérifications de la robustesse.	60
Tableau 8. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : Autres tests de robustesse.	63
Tableau 9. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : Analyses alternatives.	69

LISTE DES FIGURES

Graphique 1. Rapport global de la représentativité des femmes au sein des conseils...35

LISTE DES ABRÉVIATIONS

2SLS	Méthode des doubles moindres carrés
AITP	Théorie approche/inhibition du pouvoir
BGD	Diversité du genre au sein du conseil d'administration
CA	Conseil d'administration
CAC40	Cotation Assistée en Continu des 40 entreprises
CGQ	Quotient de la gouvernance d'entreprise
CEO	Président et directeur général
É.-U.	États-Unis D'Amérique
GDP	Taux de croissance économique
GE	Gouvernance d'entreprise
G&MI	Indice de gouvernance d'entreprise du Globe and Mail
GMI	Indicateur international de gouvernance
GMM	Méthode des moments généralisés
LSF	Loi sur la Sécurité Financière
MCO	Méthode de moindre carrée ordinaire
OCDE	Organisation de coopération et de développement économique
PME	Petite et moyenne entreprise
PMS	Technique d'appariement par scores de propension
ROA	Rendement des actifs
SOX	Loi Sarbanes-Oxley
TCL	La bibliothèque corporative
TEPA	Travail, Emploi et Pouvoir d'Achat
WBCA	Loi sur les sociétés commerciales de Washington

LISTE DES ANNEXES

Annexe A - Définition des variables

Annexe B - Notation des crédits S&P et transformations

Annexe C - Récapitulatif des quelques papiers dans la littérature

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	ii
DEDICACE	iii
REMERCIEMENTS.....	iv
LISTE DES TABLEAUX.....	v
LISTE DES FIGURES.....	vi
LISTE DES ABRÉVIATIONS.....	vii
LISTE DES ANNEXES.....	viii
TABLE DES MATIÈRES	ix
INTRODUCTION	12
CHAPITRE 1. REVUE DE LA LITTÉRATURE	16
1.1. GOUVERNANCE D'ENTREPRISE	16
1.1.1. Définition et importance.....	16
1.1.2. Mécanismes de la gouvernance d'entreprise.....	18
1.1.2.1. Mécanismes internes de gouvernance d'entreprise.....	19
1.1.2.1.1. Organisation structurelle.....	19
1.1.2.1.2. Organisation schématique et fonctionnelle	21
1.1.2.1.3. Organisation stratégique, informationnelle et de rémunération	21
1.1.2.2. Mécanismes externes de la gouvernance d'entreprise	22
1.1.3. Règlementation en faveur de la gouvernance d'entreprise.....	23
1.1.4. Organes de la gouvernance d'entreprise.....	24
1.1.5. Évaluation de la gouvernance d'entreprise	25
1.1.6. Conseil d'administration, importance et déterminants (CA).....	28
1.1.6.1. Rôle et importance du conseil d'administration.....	28
1.1.6.2. Déterminants du conseil d'administration	30
1.1.6.2.1. Indépendance du conseil d'administration.....	30

1.1.6.2.2. <i>Taille du conseil</i>	31
1.1.6.2.3. <i>Composition du conseil</i>	32
1.2. DIVERSITÉ DU GENRE AU SEIN DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET COÛT DE LA DETTE OBLIGATAIRE.....	36
1.2.1. Fondements théoriques.....	36
1.2.1.1. <i>Théorie des échelons supérieurs</i>	37
1.2.1.2. <i>Théorie approche/inhibition du pouvoir (AITP)</i>	38
1.2.1.3. <i>Théorie de la dépendance envers les ressources et du capital humain</i>	38
1.2.1.4. <i>Théorie du rôle social</i>	39
1.2.2. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : revue de la littérature et présentation des hypothèses.....	39
CHAPITRE 2. MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE.....	46
2.1. MODÈLE D'ANALYSE.....	46
2.2. MESURE DES VARIABLES.....	46
2.3. ÉCHANTILLONNAGE.....	50
CHAPITRE 3. ANALYSE DES RÉSULTATS.....	52
3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES.....	52
3.2. ANALYSE INFÉRENTIELLE.....	56
3.2.1. Impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire : Résultats majeurs.....	56
3.2.2. Impact de la diversité du genre au sein du conseil sur le coût de la dette obligataire : Tests de robustesse.....	62
3.2.3. Impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire : Analyses alternatives.....	67

CHAPITRE 4. DISCUSSIONS DES RÉSULTATS	71
4.1. RÉCAPITULATIFS DES RÉSULTATS	71
4.2. CONTRIBUTIONS	73
4.3. LIMITES ET PISTES DE RECHERCHE	74
CONCLUSION	77
BIBLIOGRAPHIE	80
ANNEXES	91

INTRODUCTION

Le capitalisme moderne dans son idéologie de productivité croissante à l'extrême a connu pas mal des conséquences et a montré ses limites, à l'image des différents scandales financiers (Enron, Worldcom, Parmalat), des crises financières et économiques (Subprimes), des chutes des entreprises fructueuses d'il y a une décennie (YAHOO, NOKIA). Ces limites ont été attribuées à une crise de gestion et un manque d'encadrement et de contrôle des ressources de l'entreprise, d'où l'émergence de la « gouvernance d'entreprise ».

Dans un souci de pérennité et croissance, l'entreprise est emmenée à mobiliser les ressources humaines comme financières. Ces ressources proviennent d'une source interne (les actionnaires, les administrateurs, les gestionnaires, etc.) ou externe (marché des capitaux, administrateurs indépendants, etc.). En effet, la dette est l'une des sources très importantes qu'utilise l'entreprise pour pouvoir assurer le développement de celle-ci, mais le plus grand défi du gestionnaire n'est pas seulement de mobiliser ou d'encadrer ces ressources, mais aussi et surtout celui d'emprunter (de mobiliser) à moindre coût. Ce coût de financement de la dette est le taux de rendement demandé sur le marché des capitaux par les obligataires.

Selon la littérature financière, les obligataires fixent le taux de rendement en évaluant la capacité solvable et le risque de faillite de l'entreprise ; ce qui est déterminé par ses performances passées, ses opportunités de croissance, sa réputation, sa notation de crédit, son secteur d'activité, ainsi que la qualité et l'efficacité des mécanismes de la gouvernance d'entreprise, notamment la qualité du conseil d'administration.

Le conseil d'administration est l'organe chargé de contrôle et de surveillance des décisions managériales. Sa composition est au centre de toutes les attentions dans une époque où la question du genre est mise en lumière ; la représentativité de la femme au sein de cet organe se démarque comme une stratégie qui permet d'impacter l'efficacité du conseil d'administration. Certains (Li et Zhang, 2018 ; Post et Byron, 2015) penseraient

que la nature aversive de la femme quant à la prise de risque et ses capacités de contrôle importantes feraient de sa présence un élément important pour l'entreprise dans cette quête d'efficacité.

En raison de cet intérêt grandissant pour la diversité du genre au sein du conseil d'administration comme un aspect capital dans l'innovation en entreprise (Tyrowicz, Terjesen et Mazurek, 2020), la pérennité de la firme, sa réputation (Bear, Rahman et Post, 2010) ou même sa valeur (Carter, Simkins et Simpson, 2003), bon nombre des chercheurs (Adams et Ferreira, 2004 ; Abou-El-Sood, 2021 ; etc.) se sont penchés sur le sujet pour vérifier si cette influence existerait.

Hormis la question de la diversité dans le genre qui a été mise en avant au cours de cette dernière décennie, plusieurs pays dans le monde ont à leur tour édicté des lois et règlements allant dans le sens d'appuyer la Gouvernance d'Entreprise et de donner de plus en plus de la place au genre moins représentatif dans les organes de direction et de contrôle, en l'occurrence le conseil d'administration au sein de l'entreprise. Permettant ainsi la prise en compte d'un nouvel aspect dans l'évaluation du risque pour les investisseurs.

Eu égard à tous ces enjeux de l'heure, que nous sommes arrivés à nous demander si la représentativité féminine comme étant un attribut de la diversité au sein du conseil d'administration est-elle un élément déterminant dans la réduction du coût de la dette obligataire ?

Allant dans le sens de la question, bien des chercheurs ont abordé l'influence de la diversité du genre au sein du conseil sur la performance (Adam et Ferreira, 2009 ; Post et Byron, 2015 ; Boulouta, 2013 ; Ouni, Ben Mansour et Arfaoui, 2020) ou sur les taux d'emprunts bancaires (Luo, Huang et Lin, 2018 et Usman, Farooq, Zhang, Makki et Khan, 2019), avec des résultats qui restent différemment partagés dépendamment du contexte géographique et économique.

Au vu de l'intérêt que suscite la question dans la littérature, tenant compte du rôle de la présence féminine comme mécanisme qui permettrait de réduire les conflits d'agence au sein de la firme, il sera question dans ce travail d'analyser l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire. Cette étude s'inscrit dans la continuité des travaux Ouni, Ben Mansour et Arfaoui (2020 et 2022) qui traitent la question de la diversité du genre et son impact sur la réussite des firmes. Cette recherche se démarque ainsi de l'indicateur classique qui est la performance financière en examinant l'effet de la diversité du genre sur la perception des obligataires. De plus, elle vient pour compléter leurs travaux en élargissant l'échantillon de recherche.

Pour tester cette relation, nous examinons un échantillon de 879 firmes nord-américaines cotées en bourse de 2002 à 2021. En analysant les résultats des régressions multiples, nous trouvons que la diversité du genre au sein du conseil d'administration (désormais CA) diminue le coût de la dette obligataire. Multiples tests de robustesses ont été menés dont les résultats confirment nos preuves majeures.

Notre travail contribue à la recherche académique financière au sujet de l'importance de la diversité du genre au sein du conseil d'administration comme mécanisme qui permet d'impacter positivement la perception des obligataires vis-à-vis de la pérennité financière de la firme et notamment sa solvabilité. De plus, cette étude sera d'une grande utilité pour les régulateurs du marché qui cherchent à appuyer leurs décisions politiques au sujet des quotas de la représentativité féminine au conseil d'administration. Par ailleurs, les résultats de cette étude sont très pertinents pour les firmes qui cherchent à réduire le coût de financement par endettement.

Le présent travail est composé de l'introduction, de la conclusion et des quatre chapitres. Le premier chapitre, nommée revue de la littérature, présente de manière détaillée les concepts liés à la gouvernance d'entreprise, recense la littérature sur la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette et présente les hypothèses formulées. Le deuxième chapitre, qui concerne la méthodologie de recherche,

énonce le modèle d'analyse, définit les différentes variables (et leurs mesures) et présente l'échantillon de recherche. Le troisième chapitre est celui des résultats des analyses ; il est question de présenter les statistiques descriptives, les résultats majeurs et de faire une analyse de robustesse. Le chapitre quatrième discute de nos principaux résultats par rapport à la littérature empirique, ce qui permet d'épingler les contributions, les limites et les pistes pour les prochaines recherches.

CHAPITRE 1. REVUE DE LA LITTÉRATURE

1.1. GOUVERNANCE D'ENTREPRISE

1.1.1. Définition et importance

L'organisation structurelle est hiérarchique est d'une grande importance dans chaque structure organisationnelle pour aider à l'atteinte des objectifs. À côté de l'ordre, le contrôle s'impose également comme un impératif. Constituant ainsi les deux mots qui résument mieux la gouvernance d'entreprise. Cependant la gouvernance demeure un concept vague, trouvant son essence quant à une vue interne et externe (Naciri, 2006).

Plusieurs définitions peuvent être attribuées à la gouvernance d'entreprise (dorénavant GE) dépendant du contexte dans lequel on se retrouve. Lorsqu'il s'agit de l'organisation du travail, la gouvernance prend le sens d'un ensemble des règles juridiques et réglementaires permettant d'organiser le fonctionnement et la survie d'une entreprise. Du point de vue sociétal, elle devient l'interaction entre gouvernants et gouvernés. Vue de l'extérieur, elle est la manière de coordonner les activités d'une entreprise afin d'atteindre les objectifs fixés et d'assurer la pérennité de cette dernière.

Selon Charreaux (2005) la GE est définie comme l'ensemble des mécanismes organisationnels et institutionnels ayant pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouverne leur conduite et définit leur espace discrétionnaire. Alors que selon Shleifer et Vishny (1997), « *la gouvernance d'entreprise traite de la manière dont les fournisseurs de financement aux entreprises s'assurent d'obtenir un retour sur leur investissement* ».

La gouvernance d'entreprise est une discipline qui semble être nouvelle avec tout l'intérêt qu'on y a porté ces dernières années, mais il faut remonter en 1776 avec Adam Smith pour retrouver dans « la richesse des nations » ses prémisses avec un commentaire

sur la gestion d'entreprise qui se répercutera à travers les âges¹ (Clarke, 2022) ; en passant par la révolution industrielle lorsque les entreprises augmentaient en taille et activité, il y a eu un besoin de financement interne intégrant ou non le capital pour soutenir la croissance ; jusqu'à Berle et Means (1932). Ces derniers sont considérés comme les précurseurs (dans la recherche sur la GE) pour avoir été les premiers à s'intéresser à l'impact des structures de propriété sur la performance des sociétés modernes (Brouard et Di Vito, 2008). Pour eux, l'entreprise doit se transformer en une institution, et cela n'est possible que lorsqu'on dépersonnalise la propriété, c'est-à-dire passé de propriété complète au contrôle minoritaire (Clarke, 2022).

Quand bien même la GE est un système de règles, de pratiques et de processus par lesquels les entreprises sont coordonnées et contrôlées (Asaoka, 2022) ; dans son essence actuelle est plus du ressort des grandes sociétés que des petites structures. Parce que dans ces dernières, les propriétaires assument plusieurs rôles à la fois (investisseurs, administrateurs, dirigeant d'entreprise et contrôleur) ce qui n'est pas le cas des grandes sociétés où la concentration des tâches est impossible ou source de désordre. La présence des investisseurs externes qui espèrent d'être rémunérés conditionne une structuration très formelle ou voire même standardisée en entreprise.

Lorsque les actionnaires attendent des managers des dividendes et de l'intégrité, les fournisseurs des financements un retour sur investissement (Shleifer et Vishny, 1997) ; une interaction forte voit le jour entre les différents acteurs, dans un environnement où le conflit d'intérêts est grandissant et l'information ne circule pas forcément. Autrement désigné comme le problème d'agence.

La séparation entre la propriété et le contrôle est l'essence même du problème d'agence (Shleifer et Vishny, 1997). La théorie dite d'agence dont parle Jensen et

¹ « *Gestionnaires de l'argent d'autres que le leur, on ne peut guère s'attendre à ce qu'ils y veillent avec la même vigilance inquiète avec laquelle les associés d'un coassocié privé veillent fréquemment sur le leur... Négligence et profusion, donc, doit toujours prévaloir plus ou moins dans la gestion des affaires d'une société par actions.* » tiré dans Clarke (2022)

Meckling (1976) est celle qui met en lumière les conflits générés par cette séparation entre propriétaires et l'entreprise qui est une personne morale à part entière. Les entrepreneurs perdent la main sur le contrôle direct de l'entreprise, mais risquent de la perdre partiellement ou même totalement face à un gestionnaire véreux pouvant exproprier l'entreprise grâce à son pouvoir discrétionnaire d'allocation des fonds d'investissement (Shleifer et Vishny, 1997). Les bailleurs des fonds extérieurs craignant de perdre leurs investissements se fient soit sur la réputation ou sur le système de contrôle mis en place, face aux gestionnaires qui travailleraient tout d'abord pour leur propre intérêt plutôt que celui des actionnaires ou de l'entreprise.

Pour Brouard et Di Vito (2008), cette dualité investisseurs - gestionnaires génère quatre types de conflits : la différence de l'horizon temporel par rapport à l'entreprise, le goût au risque qui ne se rencontre pas toujours, l'aversion à l'effort des gestionnaires et la consommation des actifs de la société pour des fins personnelles. Mais, l'émergence de ces conflits est en étroite dépendance avec la structure de la propriété.

La GE avec la séparation propriété et contrôle, donnant naissance au problème d'agence dans un contexte d'interaction entre investisseurs (interne et externe) et dirigeants de l'entreprise, n'est possible que dans un environnement économique et juridique structuré considéré comme un lit, appelé mécanismes de gouvernance.

1.1.2. Mécanismes de la gouvernance d'entreprise

La GE est tributaire d'une influence tant en interne qu'en externe dans l'attribution des rôles à chaque intervenant et dans la prise d'information et de conscience du marché naturel de l'entreprise. Dans ce qui suit, nous parlerons donc des mécanismes internes et externes.

1.1.2.1. Mécanismes internes de gouvernance d'entreprise

Les mécanismes internes, aussi connus sous le vocable de “mécanismes intentionnels”, sont synonymes de la culture d’entreprise (Carassus et Gardes, 2005), des organes dirigeants de la société ou des ententes sociétales au sein d’une structure pour respecter le contrat liant les investisseurs et les dirigeants (Brouard et Di Vito, 2008). Beaucoup d’auteurs parlent de la structure de la propriété, le système de rémunération, mais particulièrement le conseil d’administration comme étant représentatif de cette première catégorisation.

De façon détaillée, à l’interne, les mécanismes de gouvernance sont présentés sous trois différents groupes : organisation structurelle, organisation schématique et fonctionnelle et l’organisation stratégique.

1.1.2.1.1. Organisation structurelle

L’organisation structurelle est un regroupement organique de la société, un assemblage dans des petits groupes des acteurs ayant les mêmes attributions ou travaillant pour des objectifs communs directs ou semi-directs.

Ce regroupement dépend des structures ; c’est-à-dire diffère, que l’on soit dans une petite et moyenne entreprise (désormais PME) ou grandes sociétés (la classification se fait en fonction de l’importance de la société et non de la structure de propriété). Mais, de façon générale, nous retrouvons souvent :

- L’assemblée générale : organe rassemblant les investisseurs directs ou les associés. Avec un nombre limité, certains représentent d’autres. Mais n’existe pas dans beaucoup des sociétés, en remplacement des délégués des actionnaires (nommés administrateurs) au sein d’un conseil.
- Le conseil d’administration : considéré comme l’organe le plus important de gouvernance. C’est au sein de ce conseil que se définissent les politiques

et les grandes décisions. D'où la nécessité d'être pointilleux en ce qui concerne certaines variables, comme le nombre, la qualité, l'expérience, la crédibilité des administrateurs, le nombre de réunions, la qualité, la composition, l'indépendance du conseil.

- Le comité d'audit, risque et compliance : organe indépendant de surveillance du respect du système de contrôle interne mis en place par la société. C'est une entité importante qui travaille en étroite collaboration avec le top management et sous la supervision du conseil d'administration [certains comités de surveillance dépendent directement de l'assemblée générale des actionnaires ; le conseil d'administration étant un organe de risque à surveiller.].
- Le conseil juridique : fonctionne de la même façon que l'organe précédent, mais à la seule différence qu'il traite essentiellement d'un contrôle des questions juridiques
- L'audit interne : organe d'appui à la surveillance, permettant une autoévaluation du respect des règles et normes à l'interne afin de réduire l'asymétrie informationnelle (Carassus et Gardes, 2005), de crédibiliser, tant soit peu, la société à l'extérieur et servir de base à l'audit externe.
- Le comité de direction (le top management) : représenté par une personne ayant en sa charge la gestion quotidienne d'une société. Il a pour devoir de rendre compte de sa gestion auprès du conseil d'administration, comme un membre invité ou permanent. Il est la source même de la théorie d'agence évoquée plus haut.

Après le listage ou la définition des organes de gouvernance dans une société vient le tour de donner du contenu à ces organes ; ce qui est la raison du point suivant.

1.1.2.1.2. Organisation schématique et fonctionnelle

Les organes étant définis, il est question d'alimenter, de définir le fonctionnement, d'établir les liens fonctionnels entre différents organes, le rôle et l'indépendance de chaque entité, etc.

Cette étape d'organisation est la plus difficile, car une mauvaise schématisation des différentes fonctions risque d'être un élément accentueur ou propice de faciliter l'asymétrie informationnelle et la sélection adverse et d'entacher à l'indépendance de certains organes d'appui à la gouvernance.

Elle permet la délimitation des frontières de chaque fonction des organes de gouvernances. Et surtout leur hiérarchisation de sorte à donner du contenu sur les responsabilités.

1.1.2.1.3. Organisation stratégique, informationnelle et de rémunération

La théorie d'agence est à la base du développement des mécanismes de gouvernance, d'où la nécessité de décrire, d'organiser, définir le cadre institutionnel de manière à élaguer toute ambiguïté. L'objectif poursuivi, c'est la dissuasion, la diminution de toute influence humaine en dehors des prescrits, l'atténuation des risques (surtout celui de réputation) et la consolidation des acquis, étant un avantage pour les entreprises qui évoluent dans un environnement concurrentiel.

Cette organisation passe entre autres par :

- La politique et la planification stratégique
- La politique informationnelle : il est question de construire une structure informationnelle, comprenant les différents niveaux, les canaux et les acteurs censés accéder à ces informations. Ceci s'explique du fait que toutes les personnes ne peuvent pas accéder à toutes les informations au sein de la société, mais selon les tâches et les fonctions, il est plus

qu'il est important que certaines personnes aient accès à la quasi-totalité ou même la totalité de l'information. L'objectif poursuivi est la diminution de l'asymétrie informationnelle.

- La politique de rémunération
- La définition des objectifs à court et long terme
- Le système de contrôle interne (Carassus et Gardes, 2005) : il s'agit brièvement d'élaboration de la politique de sécurité de cartographier tous les risques d'entreprise, de déterminer les différents niveaux de risques (Niveau opérationnel, niveau des entités du contrôle permanent et le niveau contrôle ponctuel) et l'attribution des niveaux d'habilitations.

1.1.2.2. Mécanismes externes de la gouvernance d'entreprise

Les mécanismes externes, autrement appelés "spontanés" est un ensemble d'éléments naturels découlant du milieu dans lequel évolue une société visant à atténuer le comportement opportuniste du top management (Brouard et Di Vito, 2008).

Si pour les mécanismes internes, la structuration est plus ou moins standard, l'environnement externe à une entreprise exige une adaptation. D'où, nous parlons d'un marché catégorisé pour une meilleure observation.

En nous basant sur les écrits de Brouard et Di Vito (2008), Boujenoui, Bozec et Zeghal (2004), Carassus et Gardes (2005) nous avons :

- Marché des biens et services
- Système légal des investisseurs et des partenaires
- Marché de travail des dirigeants
- Les Valeurs, l'éthique et la morale environnementales

- Marché des prises de contrôle
- L'audit externe

1.1.3. Règlementation en faveur de la gouvernance d'entreprise

L'avènement des crises financières scandaleuses des dernières décennies, de l'effondrement des valeurs boursières de plusieurs grandes sociétés ont poussé la majeure partie des décideurs tant au niveau local qu'international d'apporter des réponses au niveau de la structuration des organes de gouvernance des sociétés, au niveau des législations nationales et des structures internationales traitant des sujets touchés directement ou indirectement par ces scandales.

Au niveau des pays, il y a eu un resserrement quant aux règles régissant les libertés en matière des finances pour les entreprises cotées en bourse et de la structuration des organes de gouvernance comme l'assemblée générale et/ou le conseil d'administration. Il s'agit de délimiter les parcelles des pouvoirs et de circonscrire les attributions, afin de créer une sorte d'interdépendance.

À titre illustratif, nous avons la Loi Sarbanes-Oxley (SOX) de juillet 2002 aux États-Unis ou la Loi sur la Sécurité Financière (LSF) d'août 2003 en France, qui impose de nouvelles obligations en matière de contrôle interne (Boulerne et sahut, 2010). L'objectif de la LSF est l'amélioration de la transparence financière des firmes cotées en obligeant ces derniers à présenter à l'assemblée générale, l'organisation des travaux du conseil d'administration, les procédures de contrôle interne et les délégations de pouvoirs.

Toujours en France, nous retrouvons la loi Breton du 26 juillet 2005 et la loi TEPA du 21 août 2007, qui concernent davantage l'encadrement des engagements indemnitaires des mandataires sociaux (président du conseil d'administration, directeur général, directeur général délégué et membre du directoire) de sociétés cotées, en les soumettant à des critères de performance. Dans un contexte de crise financière, le

législateur a encadré récemment les conditions de rémunération des dirigeants des entreprises aidées par l'État (décret du 30 mars 2009).²

Au niveau international, il a été constaté l'introduction des nouvelles règles au niveau de certaines bourses comme CAC40, l'ajout des certains principes au niveau de l'OCDE (surveillance par le conseil d'administration, amélioration dans la gestion des risques ; pratiques des conseils d'administration ; gouvernance des mécanismes de rémunération ; exercice des droits des actionnaires)³, l'avènement de BALE II et BALE III (avec un accent mis sur la solvabilité et la liquidité des entreprises) ; avec comme idée l'amélioration de la gestion de risque et la protection des acquis.

1.1.4. Organes de la gouvernance d'entreprise

La structuration ou la composition des organes de gouvernance dépend des formes des sociétés et surtout de la structure des propriétés. Nous présentons un tableau condensé des organes que l'on trouve plus ou moins dans la majorité des sociétés avec ce type de propriété en s'inspirant des écrits de Carassus et Gardes (2005), Brouard et Di Vito (2008) et Naciri (2006).

² Cité par Boulerne et sahut (2010)

³ Voir Réponse stratégique de l'OCDE à la crise financière et économique

Tableau 1. Condensé des organes de Gouvernance

Forme de Société	PME	SOCIÉTÉ PRIVÉE	SOCIÉTÉ DE L'ÉTAT
Propriété	Unipersonnelle ou moins variée	Familiale ou explosive	État (exclusivement ou majoritairement)
Organes	Conseil d'administration de forme ou inexistante	Assemblée générale (Actionnaires)	Parlement
		Conseil d'administration	Ministre de tutelle
		Comité indépendant de risque, d'audit, conformité et juridique	Conseil d'administration
Direction	Top Management	Top Management	Comité indépendant de risque, d'audit, conformité et juridique
			Top Management

Source : Tableau créé par l'auteur

1.1.5. Évaluation de la gouvernance d'entreprise

Suite à ce qui a été développé sur la gouvernance, il s'agit de retenir que l'évaluer revient à mettre en exergue un ou plusieurs de ses aspects représentant le mieux la gouvernance et mis sous forme d'indices. Plusieurs indices ont été développés au cours de ces dernières années ; entre autres, nous avons : The Corporate Library (TCL) ratings créée depuis 1999, la Governance Metrics International (GMI), le Corporate Governance Quotient (CGQ), la Globe and Mail Corporate Governance Index (G&MI).

Le TCL a été généralisé avec les sociétés américaines et canadiennes, pour étudier l'efficacité des conseils d'administration en classifiant principalement, la structure du conseil, les compensations des dirigeants, les mesures anti-OPA et les gains des dirigeants ; et en sous-classifiant d'autres aspects de la gouvernance comme la composition du conseil, la capacité des actionnaires à intervenir dans les décisions, les problèmes de régulation et de contentieux, etc. Les éléments principaux de classification sont pondérés de 50%, 30%, 10% et 10%.

La GMI, généralisée avec 4200 entreprises du monde entier, présente les aspects de la gouvernance comme l'obligation du CA à rendre des comptes aux actionnaires, la transparence des informations notamment financières, les droits des actionnaires, les compensations, la structure de propriété, le marché du contrôle et le comportement de la firme (Krafft, Qu et Ravix, 2011).

Le CGQ est généralisé aussi avec plusieurs entreprises du monde avec une majorité favorable pour les firmes européennes et américaines. Il peut être calculé au niveau de société, du secteur ou du pays. Il est attribué un pourcentage qui exprime la proposition qui est inférieure à la firme à différents niveaux.

La G&MI, formalisée par McFarland (2002), a été relayé par la plupart des recherches et surtout Canadiennes sur la gouvernance (Klein, Shapiro et Young, 2005 ; Berthelot, Morris et Morrill, 2010 ; etc.). Elle est la somme des quatre aspects suivants : composition et l'efficacité du conseil d'administration, les politiques de rémunération, les droits des actionnaires et les pratiques de divulgation. Le nombre maximum de notes associé aux différents composants est respectivement 37, 25, 28 et 10. Ainsi, le score de gouvernance maximum qu'une entreprise peut atteindre est de 100 et plus la note est élevée, meilleures sont les pratiques de gouvernance d'entreprise de l'entreprise (Berthelot et al., 2010).

Le conflit d'agence est à l'origine du développement de la gouvernance au sein des entreprises. Hormis la structuration des organes et la détermination claire des rôles assignés à chacun, la question de la rémunération est un point très important dans l'atténuation du conflit d'agence au sein d'une entreprise.

Le conflit ayant une substance pécuniaire, un système de rémunération (Charreaux, 2000) efficace à mettre en place est prioritaire permettant ainsi d'inciter les dirigeants à performer et à diminuer la rétention de l'information ; conséquence du conflit d'agence. Ce système de rémunération consistera à mettre en place un système incitatif (Bonus, stock-options, etc.), à indexer la rémunération sur la performance boursière en ce

qui concerne les dirigeants et à fixer une paie sous forme de jetons de présence aux réunions pour les administrateurs (Rebérioux et Roudaut, 2018).

À la genèse de la GE, il y a la séparation entre propriété et contrôle organisationnel, comme évoqué ci-haut. Avec la naissance du conflit d'agence, qui est un vrai problème à la croissance d'une entreprise, plusieurs études ont été menées à ce sujet pour pouvoir relever l'impact de la GE dans la performance en la mettant en relation avec la structure de propriété (Anderson, Mansi et Reeb, 2003; Bhojraj et Sengupta, 2003; Ellul, Guntay et Lel, 2005; Boubakri et Ghouma, 2010).

Ce conflit d'agence dépend fortement de la nature des investisseurs principales ou propriétaires et de la structuration des organes. Par ces derniers, nous sous-entendons l'assemblée générale et/ou le conseil d'administration comme organe principal de prise de décision dans l'entreprise.

Une petite entreprise, avec un organigramme faible en organe, voit le conflit d'agence diminué ou éradiqué. Parce que, généralement dans ce genre de structure, il est vu, très souvent, le propriétaire assumer le rôle de diriger d'entreprise, de définir des objectifs à court et moyen terme, exercer le contrôle et prendre des décisions importantes.

À l'opposé d'une petite entreprise, le conflit d'agence n'émerge pas toujours dans des PME ou dans de grandes entreprises ; la structure du capital étant l'élément déterminant du niveau de l'asymétrie informationnelle ou de la sélection adverse.

Pour les sociétés familiales, le conflit d'agence s'exprime moins. L'actionnariat très peu diversifié atténue les incitations du coût d'agence de la dette d'entreprise (Anderson et al., 2003) en cas de conflit gestionnaire et obligataire. Le souci de pérenniser la société, la réputation de celle-ci passent en priorité au détriment d'une accumulation de la richesse, parfois très risquée.

Le travail d'Anderson et al. (2003) revient à la charge pour épinglez que ce souci de pérennité n'est observé qu'au niveau des fondations surtout en ce qui concerne

l'occupation du poste de CEO ; parce qu'avec les descendants, la recherche aboutit à un coût de la dette élevé comparativement avec des sociétés qui n'en placent pas à leurs têtes (généralement non familiales). Cette explication n'est pas directement implicative, seulement lorsque les compétences et les qualifications professionnelles suivent.

Par contre dans les sociétés à actionnariat atomiste, la diversification et la non-influence des investisseurs sont une réalité qui donne plus de pouvoir aux organes de contrôle et de gouvernance. L'influence des propriétaires étant moindre, le conflit d'agence trouve un espace d'expression.

Quand bien même, Bhojraj et Sengupta (2003), Ellul et al. (2005), Boubakri et Ghouma (2010) trouvent un lien entre la propriété institutionnelle et les rendements obligataires et entre propriété familiale et écarts de rendement des obligations ; un effet positif du contrôle familial sur les écarts obligataires et négatif sur les notations obligataires ; une relation directe entre structure de la propriété et performance n'a pas été clairement établie dans bon nombre des recherches (Anderson et al., 2003, Klein et al., 2005), qui parlent soit de l'un ou de l'autre. Le souci d'atténuer le conflit d'agence étant permanent, d'où le développement des différents mécanismes de gouvernance pour expliquer l'impact de la gouvernance.

Sans pour autant passer en revue tous les mécanismes internes de GE, les théories économiques et les auteurs qui ont précédé l'avènement de la simple gouvernance ou bonne gouvernance, l'état actuel des choses est que le conseil d'administration au sein des sociétés est l'organe stratégique et le plus important ; pouvant même être à l'origine de l'échec ou de la réussite des objectifs à atteindre.

1.1.6. Conseil d'administration, importance et déterminants (CA)

1.1.6.1. Rôle et importance du conseil d'administration

La place et rôle du conseil d'administration au sein des sociétés a évolué avec le temps, pour quitter ces rôles classiques qui étaient d'améliorer le fonctionnement des

entreprises (Berle et Means, 1932) et de réduire le conflit d'intérêts entre les gestionnaires et les investisseurs (Jensen et Meckling, 1976) pour tendre vers la création de valeur, en s'inscrivant dans un paradigme de l'efficience (Charreaux, 2000).

La création de la valeur est une amélioration de la fonction traditionnelle d'un conseil d'administration. L'anticipation rationnelle, la projection efficiente et voire même la spéculation, sont des vocables collés désormais à cet organe stratégique. Bref, un laboratoire devant propulser l'entreprise bien au-delà de la réalité, en se servant de ses capacités et de son potentiel.

Pour en comprendre le fonctionnement, Charreaux (2000) parle de trois théories de gouvernance qui permettent de mieux comprendre le fonctionnement des conseils d'administration, en ce sens que :

- Le conseil d'administration est un instrument de discipline au service des actionnaires ; permettant ainsi de réduire le conflit d'agence entre les dirigeants et les différents investisseurs financiers. Dans cette première théorie de gouvernance, l'efficacité du conseil est jugée par sa capacité à réduire les pertes de richesse pour les propriétaires.
- Le conseil d'administration est un instrument facilitant la création de valeur pour les dirigeants, les créanciers financiers et les actionnaires.
- Le conseil d'administration est un instrument aidant à la création de compétences.

Le conseil d'administration a un rôle important comme mécanisme de GE. Sa simple présence efficace peut être un moteur de performance et de réduction du conflit d'agence. Mais, cela demande une indépendance avérée.

Pas seulement l'indépendance (Bhagat et Black, 2000 ; Bradley et Chen, 2015), la composition et le fonctionnement du conseil d'administration sont la base de toute réussite. Ce qui a impliqué des recherches poussées sur (*i*) sa taille (Godard, 2001 ;

Goodstein, Gautam et Boeker, 1994 ; Rebérioux et Roudaut, 2018 ; Charreaux, 2000) ; (ii) sur sa composition (Pearce et Zahra, 1992 ; Rebérioux et Roudaut, 2018 ; Goodstein et al., 1994 ; Adams et Ferreira, 2009 ; Vernier, Dannon et Dumoulin, 2017 ; Dardour, Toumi et Boussaadaa, 2018 ; etc.) ; (iii) la forme du conseil ; (iv) le fonctionnement du conseil ; (v) la rémunération (Adams et Ferreira, 2004).

Par composition, nous désignons (i) la nature des administrateurs (internes, externes affiliés ou externes indépendants); (ii), l'expérience et l'expertise des administrateurs et (iii) la diversité du conseil d'administration, particulièrement la diversité du genre, etc.

Vu l'importance du conseil, chaque élément constitutif et fonctionnel en son sein est sujet d'attention particulière des multiples recherches sur la gouvernance d'entreprise de par le monde. Où l'on cherche à établir un lien direct ou indirect entre l'élément du conseil et la performance ou la moins performance d'une société.

1.1.6.2. Déterminants du conseil d'administration

1.1.6.2.1. Indépendance du conseil d'administration

Certains des auteurs s'appuient sur l'indépendance des administrateurs (Rosenstein et Wyatt, 1990 ; Byrd et Hickman, 1992 ; Morck et Nakamura, 1999 ; Kaplan et Minton, 1994) citée par Sfar et Léger-Jarniou (2012) comme un élément de renfort dans l'autonomisation et l'efficacité du système de contrôle interne ; d'autres sur la diversité du genre (Adams et Ferreira, 2009 ; Post et Byron, 2015 ; Usman et al., 2019 ; La Rocca, Neha et La Rocca, 2019), en se basant sur la perception de minimisation des risques dans la nature intrinsèque des femmes et en respectant la législation⁴ en vigueur en faveur de la parité.

⁴ Plus contraignant en France et étant de nature recommandation pour le Canada ou le Maroc.

1.1.6.2.2. Taille du conseil

Le nombre des administrateurs au sein du conseil est pris très au sérieux en ce qui concerne l'efficacité de celui-ci. Il ne s'agit pas de regarder l'aspect qualité (qui est traité dans la composition), mais plutôt de mettre un accent sur l'aspect quantité.

Cet aspect quantitatif devient un élément d'influence seulement lorsque certains préalables sont remplis, comme les compétences des administrateurs qui doivent correspondre au secteur d'activité et à la stratégie d'entreprise ; ou l'indépendance des administrateurs quant à une influence de la gestion ou des actionnaires.

Le débat a tourné autour d'une grande ou petite taille du conseil comme élément d'efficacité de la gouvernance. Il s'agit d'une part de parler en faveur d'un nombre réduit d'administrateur facilitant le rôle du conseil et permettant d'avoir moins des divergences pour décider, et d'autre part, préconiser un nombre croissant au sein du conseil afin de diversifier les avis et les vues.

Tout laisse à croire que les points des vus sont différents, mais explicables ; car Godard (2001) remarque, la tendance en faveur d'une grande ou petite taille du conseil ne s'inverse qu'à partir des années 1992. Bon nombre des chercheurs (Alexander, Fennell et Halpern, 1993 ; Pearce et Zahra, 1992 ; Pfeffer, 1972 et 1973 ; Pennings, 1980 ; Chaganti, Mahajan et Sharma, 1985) penchent sur des études en faveur d'une grande taille et les résultats corroborent qu'à une faible performance antérieure est associée une taille réduite du conseil.

Toute chose étant ainsi respectée, la taille du conseil semble être neutre quant à son influence directe sur les performances d'une entreprise (Barnhart et al., 1994 ; Pichard-Stamford, 1998 ; Godard, 2001) ou sur les changements stratégiques (Goodstein et al., 1994)

Il est vu dans une grande taille de conseil des présomptions de manipulation de la part des dirigeants, car voulant à tout prix faire passer ces décisions et ses intérêts, donc

un amplificateur des problèmes d'agence (Sfar et Léger-Jarniou, 2012) ; une augmentation de coût lié aux coupons de présence aux comités (le rapport rémunération et performance du conseil reste un débat) ; la sur compétence par l'adjonction des expériences des tous les administrateurs étant un élément pouvant améliorer la performance ; l'augmentation de possibilité d'acquérir l'information importante (Finet et Labelle, 2004). La question de la taille reste ouverte quant au choix de l'une ou de l'autre.

Quand bien même, il est question de la taille du conseil, la qualité des administrateurs composants ledit conseil est toujours mise en avant comme un préalable de taille. Sinon, un conseil composé des animateurs moins compétents ou inexpérimentés quant au secteur d'activité dans lequel évolue la société, reste un organe invisible par rapport à son rôle et risque de devenir un temple de résonance des dirigeants.

Avec cette remarque mise en exergue, il sera important de passer en revue la notion de la composition du conseil prise globalement et de la diversité prise individuellement, qui est l'aspect du conseil mis en apostrophe dans ce travail.

1.1.6.2.3. Composition du conseil

Parler de la gouvernance, sous-entend une bonne gouvernance. La bonne gouvernance implique l'existence d'un conseil d'administration efficace et performant. Cette efficacité nécessite une composition performante, c'est -à -dire que les administrateurs doivent remplir les conditions nécessaires et suffisantes pour assumer pleinement ce rôle au sein du conseil d'administration.

L'homme étant toujours mis au centre de tout fonctionnement, ceux qui doivent assumer cette fonction d'administrateur devront avoir un certain profil, dépendant du pays, du secteur d'activité, bref de l'environnement naturel auquel appartient l'entreprise.

Dans le rôle premier des administrateurs qui est de représenter et de défendre les intérêts des propriétaires d'une part et d'identifier les causes et exiger des solutions en cas

de mauvaise performance (Naciri, 2006) d'autre part ; il est adjoint deux caractéristiques ou qualificatifs qui sont : l'honnêteté et la compétence.

La combinaison des deux est indispensable, car l'honnêteté ne suffit pas pour prendre de bonnes décisions et la compétence sans intégrité est synonyme d'incompétence. La littérature a largement traité sur la composition du conseil d'administrateur en termes de nature et d'identité des administrateurs (internes et externes et indépendance).

Nous retrouvons aussi des recherches qui mettent en lumière le réseautage des administrateurs ainsi que leurs compétences vues de par leur expérience et parcours professionnel (Adams et Ferreira, 2004 ; Dardour et al., 2018).

Dans le cadre de cette recherche, nous nous focalisons sur la diversité au sein du conseil d'administration, particulièrement la diversité du genre comme attribut majeur du conseil d'administration. En effet, la diversité du genre a pris d'ampleur dans le domaine de la gouvernance d'entreprise durant ces dernières années (Li et Zhang, 2019 ; Abou-El-Sood, 2021).

D'ailleurs les lois et les réglementations en matière de diversité du genre ont évolué ces dernières années. En matière de diversité du genre, la Norvège a voté une loi en 2003 et l'Espagne en 2007 pour la parité des hommes et des femmes dans les conseils d'administration (Allemand et Brullebaut, 2014), avant que la France⁵ n'emboîte le pas le 27 janvier 2011 avec la Loi COPE-ZIMMERMANN qui imposait un quota minimum de 40% du sexe sous-représentés dans les conseils des entreprises françaises cotées en bourse ou ayant un chiffre d'affaires d'au moins 50 millions d'Euros, à l'horizon 2017. En Allemagne, à partir de 2016, on adopte une loi qui oblige quelques grandes entreprises à rehausser le pourcentage des femmes dans les postes de gestion à 30%. Au Royaume-Uni, une initiative privée des entreprises fixe un objectif de 33%, avant la fin 2020, de la

⁵ Hormis la France, il y a aussi d'autres pays de l'Europe comme la Belgique, les Pays-Bas, l'Italie, la suède.

présence des femmes aux conseils des sociétés cotées au FTSE 350 (MacDougall, Valley et Jeffrey, 2021).

Dans le contexte canadien, le règlement 58-101 adopté en 2014 incitait les entreprises cotées en bourses d'augmenter de 30% minimum le quota des femmes dans les conseils d'administration d'ici 2019. Et, cet élan de donner de plus en plus la place à la femme aux États-Unis prend son essor vers les années 2018 avec la loi californienne, sans oublier que le Colorado et la Pennsylvanie ont suivi le pas en adoptant des lois qui encouragent les entreprises à soutenir une augmentation du nombre de femmes dans les conseils d'administration et plusieurs autres États - Hawaï, Massachusetts, Michigan, Ohio et New Jersey - ont introduit une législation portant sur les exigences minimales en matière de diversité du conseil d'administration, mais n'ont pas encore adopté des gestes formels.

Le **Tableau 2** présente les exemples des quelques loi et rapport en faveur de la gouvernance et de la diversité du genre au sein du CA. Un condensé à la suite des paragraphes précédents.

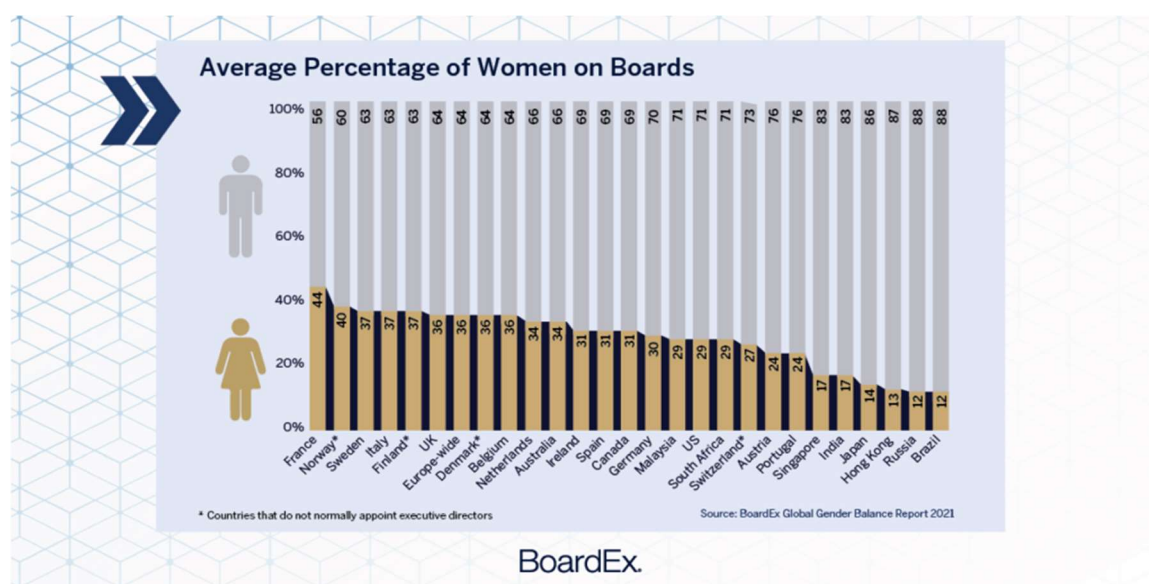
Tableau 2. Exemple des quelques lois et Rapports

Pays	Lois, règlements et rapports	Période
Canada	Rapport dey	1994
	Règlement 58-101	2014
États-Unis	Rapport treadway	1987
	Rapport du Blue Ribbon Committee	1999
	Loi Sarbanes-Oxley	2002
	Loi californienne	2018
	Washington Business Corporation Act (WBCA)	2022
France	Rapport Viénot	1995
	Loi sur la sécurité financière	2003
	Loi Bréton	2005
	Loi TEPA	2007
	Loi COPE-ZIMMERMANN	2011
Royaume-Uni	Rapport Cadbury	1992

Source : Tableau créé par l'auteur

Avec le temps, les différentes réglementations de par le monde n'ont eu qu'un objectif majeur, celui d'améliorer les pratiques de bonne gouvernance des grandes sociétés, surtout celles cotées en bourse. Ces lois ont eu un impact sur la présence féminine au sein des grandes entreprises comme le montre le graphique ci-dessous.

Graphique 1. Rapport global de la représentativité des femmes au sein des conseils



Source : Rapport global de BoardEx 2021

La France et la Norvège, comme étant des pays modèles en termes de lois sur la diversité du genre au sein du conseil d'administration, sont en pole position avec une représentation respectivement de 44 % et 40 % ; les autres pays européens suivent avec des taux qui varient entre 37 % et 24 % ; le Canada et les É.-U. sont les seuls pays en Amérique qui se trouvent dans la tranche des pays bien positionnés en termes de représentativité féminine au sein du conseil avec 31 % et 29 % et enfin nous avons les pays où la place de la femme n'est pas aussi importante dans leur société comme le Brésil (12 %). Pour la plupart, nous retrouvons les pays de l'Est. Mais, l'absence de la Chine est quand même mise en avant, pour montrer le retard qu'elle a en matière des politiques de gouvernance de femme.

Mais toutes ces lois ont, tout d'abord, un objectif d'amélioration des pratiques de bonne gouvernance dans les grandes sociétés, surtout celles cotées en bourse et ensuite pour but de donner la place de choix à la femme qui naturellement est différente de l'homme.

1.2. DIVERSITÉ DU GENRE AU SEIN DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET COÛT DE LA DETTE OBLIGATAIRE

1.2.1. Fondements théoriques

La diversité évoquée dans les paragraphes précédents peut être définie comme une variété des ressources qu'apporte les membres des organes de gouvernance (Toé, 2014 ; Galia et Zenou, 2013). Cette variété est décrite par des critères sociodémographiques directement (le sexe, l'âge, l'ethnie, la race) ou difficilement observables (les compétences, les valeurs, la connaissance, l'intelligence, etc.). Il est donc question d'apport attendu ou de contribution effective que l'on peut constater en aval dans un groupe tout en se basant sur ces critères sociologiques et/ou démographiques.

Lorsque certaines études se penchent sur la diversité raciale ou ethnique (Dauphin, Allaire et Sambiani, 2021), la tendance actuelle, qui a commencé avec la combinaison « diversité et femmes », privilégie la diversité du genre avec comme objectif de lutter contre les discriminations (Toé, 2004) et de faire profiter les entreprises d'une ressource cognitive différente.

La diversité dans la composition du conseil d'administration est de plus en plus mise en évidence parce que l'on ne peut dissocier l'homme d'avec la réussite ou l'échec, quand bien même il y aurait un système qui fonctionnerait correctement de soi. Au-delà de ne considérer que l'humain comme élément important, nous mettons en apostrophe le rôle que la présence féminine peut apporter dans la constitution du conseil d'administration et donc dans la prise des décisions. Les femmes administratrices mettent l'accent sur la surveillance (Li et Zhang, 2018), sur la participation aux réunions de conseil

et exige plus de responsabilités aux gestionnaires en cas de non-performance (Adams et Ferreira, 2009).

La diversité au sein du conseil d'administration apporte la différence des opinions, vu la nature aversive du risque de la femme par rapport à l'homme, mais aussi la différence quant aux valeurs, connaissances et compétences (Li et Zhang, 2018 ; Post et Byron, 2015). Parce que les femmes administratrices sont très qualifiées, n'étant pas toujours le produit d'une carrière dans l'entreprise, mais plutôt possédant des diplômes supérieurs (Carter, D'Souza, Simkins et Simpson, 2010 ; Post et Byron, 2015). Mais aussi parce que les groupes hétérogènes sont supérieurs à celles homogènes dans le sens où les membres ont tendance à s'engager dans les discussions de fond, prendre en compte les forces des uns et des autres (Ouni, Ben Mansour et Arfaoui, 2022).

Au-delà de la différence sociologique et démographique, nous sommes également basés des quelques théories relevées dans la littérature pour justifier l'importance de la diversité du genre au sein du conseil d'administration et de notre choix d'étude. Nous pouvons voir la théorie des échelons supérieurs, la théorie approche/inhibition du pouvoir, la théorie de la dépendance envers les ressources, la théorie du rôle social et la théorie du capital humain.

1.2.1.1. Théorie des échelons supérieurs

La théorie d'agence est à l'origine de l'essence de la gouvernance d'entreprise, mettant en lumière la position qu'occupe un membre au sein de l'entreprise (Jensen et Zajac, 2004). À côté de cette théorie, Hambrick et Mason (1984) suggèrent la théorie des échelons supérieurs qui serait à son tour à la genèse de la prise en compte de la diversité au sein du conseil comme un élément d'étude très important pouvant influencer la performance d'une entreprise. Cette théorie suggère que le sexe, l'âge, l'expérience, le parcours professionnel, les diplômes, les valeurs, la religion, etc. impactent sur les choix d'un dirigeant (Dardour et al., 2018). Les hommes et les femmes étant foncièrement très différents (Post et Byron, 2015), les expériences et les opinions se divergent (Adams et

Ferreira, 2004); dans ce sens, la diversité est une valeur ajoutée dans une entreprise pouvant accroître la créativité et l'innovation ou même améliorer l'efficacité du leadership d'entreprise (Carter et al. 2003).

1.2.1.2. Théorie approche/inhibition du pouvoir (AITP)

Dans le sens où la femme est de moins en moins représentée dans des conseils d'administration, la diversité du genre a toute sa place dans le cadre des rapports des forces prônées par la théorie approche/inhibition du pouvoir (AITP) qui met en exergue deux strates d'individus : les puissants et les moins puissants. La première strate opte pour l'approche comportementale, se concentrant sur les aspects positifs du comportement à risque et la deuxième strate pour l'approche d'inhibition, se focalisant sur les aspects négatifs de la prise de risque, préfère donc prendre des décisions moins risquées (Abou-El-Sood, 2021).

1.2.1.3. Théorie de la dépendance envers les ressources et du capital humain

Cette théorie suggère que l'entreprise survit grâce à la combinaison des différentes ressources qui sont fonction de sa dépendance à son environnement naturel. La diversité au sein du conseil d'administration permet de faciliter l'acquisition de ces ressources nécessaires (Pfeffer, 1973 ; Boubaker, Dang et Nguyen, 2014 ; Nguyen, Locke et Reddy, 2015 ; Ouni et al., 2022). Les conseils d'administration plus diversifiés militent dans la conservation des ressources importantes (Nguyen et al., 2015), aident à étendre les ressources vitales (Liu, Wei et Xie, 2014) et permettent à leurs entreprises à gagner en légitimité dans une ère où l'égalité entre les hommes et les femmes est une norme.

La théorie du capital humain a tendance à se confondre avec celle précédente parce l'humain est la première ressource que peut disposer une entreprise. La présence des femmes administratrices constituant une ressource supplémentaire très utile permet d'augmenter le capital humain (compétences, connaissances, talents), la dynamique des groupes, l'accès à l'information, la qualité des délibérations (Vernier et al., 2017).

1.2.1.4. *Théorie du rôle social*

La théorie développée par Eagly (1987) suggère que « *les hommes et les femmes se comportent selon des stéréotypes et des croyances, associés au rôle social qu'ils occupent. Ces croyances trouvent leur origine dans la division du travail, « qui reflète une interaction biosociale entre les attributs physiques masculins et féminins et la structure sociale » (Eagly 2009, p. 644). En outre, ces croyances (rôles de genre) s'appliquent aux individus sur la base de leur sexe socialement identifié et peuvent être soit descriptives (c'est-à-dire qu'elles disent aux gens ce qui est typique de leur sexe) ou prescriptives (elles indiquent ce qui est considéré comme admirable pour l'un ou l'autre sexe dans une culture particulière) (Eagly 2009). »*

1.2.2. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : revue de la littérature et présentation des hypothèses

Dans plusieurs recherches, la gouvernance d'entreprise prit globalement ou la diversité du genre pris individuellement a été associé à certains concepts comme la maturité de la dette (Maurizio, Tiziana et Neha, 2019), rendement boursier (Adams et Ferreira, 2004), la performance du marché (Larkin, Bernardi et Bosco, 2012) coût de financement par dette (Klock, Mansi et Maxwell, 2005 ; Boubakri et Ghouma, 2010 et Ghouma, Ben-Nasr et Yan, 2018) ; avec une pensée intrinsèque de toujours l'associer à la performance de l'entreprise.

Dans la combinaison des différentes ressources, les entreprises visent à maximiser le profit et à minimiser les coûts. C'est-à-dire l'efficacité dans l'efficience. Même si dans le cadre de ce travail, nous sommes plutôt du côté de la performance par les coûts, nous allons faire une revue des différents résultats dans la littérature, concluant ou non, qui mettent en relation la diversité du genre et la performance, prise globalement.

La diversité au sein du conseil d'administration est au cœur de nombre des recherches sur la gouvernance avec la tendance de donner de plus en plus la place aux

minorités, relayées par des contraintes réglementaires au niveau institutionnel. La diversité peut être liée à la race, à l'âge ou au sexe ; mais de plus en plus l'intérêt est porté sur ce dernier aspect, considérant les autres aspects comme plus homogènes que l'autre. La présence de la femme devient donc un aspect très important, à cause de sa nature conservatrice et réservée dans la prise des risques et dans la création des conflits (Faccio, Marchica et Mura, 2016 ; La Rocca et al., 2019).

Dans la quête de l'accumulation de la richesse, la prise des risques est inévitable pouvant ainsi plonger une entreprise dans un endettement difficilement rattrapable. L'accroissement de la présence féminine au sein du conseil d'administration réduit le comportement opportuniste et l'asymétrie informationnelle (Abad, Lucas-Pérez, Minguez-Vera et Yagüe, 2017) , avec comme avantage d'augmenter la confiance des créanciers (Maurizio et al., 2019) qui demandent de plus en plus des taux d'intérêt faibles (Usman et al, 2019) sur des durées raisonnables ; de réduire la variabilité du rendement des actions (Adams et Ferreira, 2004) ; d'améliorer l'échéance de la dette (Li et Zhang, 2018).

Plusieurs études ont essayé d'examiner l'impact de la diversité du genre comme attribut de la qualité du conseil d'administration sur la santé financière de l'entreprise (auteurs). Cependant les résultats de ces études restent mixtes et non convergents (voir les résumés de ces études à l'annexe C).

Selon les résultats des méta-analyses (Post et Byron, 2015 et Pletzer, Nikolova, Kedzior et Voelpel, 2015), en considérant un échantillon de plusieurs pays n'ayant pas les mêmes avancés en termes de gouvernance en entreprise ou de parité ou au niveau réglementaire, la diversité du genre ne semble pas influencer la performance financière, seulement pour les pays où il y a une forte protection des actionnaires et où la parité entre sexes est élevée. Ces résultats rencontrent les conclusions de Carter et al. (2010), pour un échantillon des firmes américaines, de Almarayeh (2021) pour le contexte jordanien ou

Cucinelli, Schwizer et Soana (2011), qui ont trouvé que la diversité du genre au sein du conseil d'administration ne contribue pas à la performance financière de l'entreprise.

Cette non-influence de la diversité du genre sur la performance est due à plusieurs facteurs. L'environnement naturel d'étude qui est différent de celui des marchés avancés des économies occidentales (Almarayeh, 2021) peut avoir un impact neutralisateur sur la relation diversité du genre et le coût de la dette (Luo et al., 2018 ; Bliss et Gul, 2012) la présence de la femme au sein du conseil d'administration étant considérée comme étant symbolique (Ahmed et Ali, 2017). La période d'échantillonnage est aussi une des raisons, comme 1998-2002 et 2006-2008 respectivement pour Carter et al., (2010) et Cucunelli et al. (2011) qui vient justement avant l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux É.-U. ou avant la prolifération des lois en matière de diversité en Europe vers les années 2010.

Cependant les études suivantes : (i) Adams et Ferreira (2009), en considérant l'échantillon des firmes américaines, pour la période 1996-2003; (ii) Campbell et Minguez-Vera (2008), dans le contexte espagnol de 1995-2000 et (iii) Boubaker et al. (2014), en considérant le cadre d'analyse français, pour la période 2009-2011, trouve que la diversité du genre au sein du conseil d'administration influence négativement. Ces résultats sont confirmés par Post et Byron (2015) qui pour eux, cette relation négative n'est possible que pour certains pays où il n'y a pas une forte protection des actionnaires et où la parité entre sexes est moins élevée. C'est aussi le cas de Almor, Bazel-Shoham et Lee (2022), qui, en utilisant les données quantitatives de 44 pays, pour la période 1999-2014 fournissent la preuve selon laquelle l'augmentation de la diversité du genre au sein des conseils d'administration a un effet direct négatif sur les investissements dans la recherche et le développement.

Hormis la raison de l'environnement naturel évoqué par Post et Byron (2015), Ahern et Dittmar (2012) constatent que la relation négative entre la diversité du genre et la performance pour la période 2001-2009 en Norvège est le résultat de l'adoption de la nouvelle réglementation de quota obligatoire de 40 % en 2003. Selon eux, cette politique

de quota a permis à une augmentation des administratrices plus jeunes et moins expérimentées, conduisant à une augmentation du niveau d'endettement et des acquisitions, qui agit négativement à la performance globale des entreprises. La politique de quota a eu le même impact négatif, cette fois sur quelques indicateurs de performances des entreprises belges à la suite de la réforme politique Belge de 2011 (Soare, Detilleux et Deschacht, 2021).

Comme montré ci-haut, les résultats des études concluent sur un effet négatif ou non significatif de la diversité du genre sur la performance d'entreprise. Mais, d'autres résultats arrivent à la conclure plutôt sur un effet positif. C'est qui est le cas de Liu et al. (2014) pour la Chine, Nguyen et al. (2015) pour le Vietnam et Terjesen et al. (2015) avec un échantillon de 47 pays. Ces résultats sont confirmés même lorsqu'on met en relation la diversité du genre avec le coût de la dette (Usman et al., 2019), les dettes à court terme (Li et Zhang, 2018), la liquidité des actions (Ahmed et Ali, 2017), la valeur de l'entreprise (Carter et al., 2003), la réputation de l'entreprise (Larkin et al., 2012 ; Bear et al., 2010), la divulgation du capital intellectuel (Nicolò, Sannino, et De Lorio, 2021).

L'effet positif de la présence de la femme ne se limite pas qu'au conseil d'administration, mais s'étend jusqu'à au niveau du management en entreprise. Le management féminin influence le niveau du financement de la dette à court terme (Maurizio et al., 2019 ; La Rocca et al., 2019), la prise de risque (Abou-el-Sood, 2021) et efficacité de l'allocation du capital (Faccio et al., 2016).

Mais, cette relation positive entre la diversité du genre et la performance n'est possible : (i) uniquement pour les entreprises pour lesquelles l'innovation et la créativité jouent un rôle particulièrement important (Chen, Leung et Evans, 2018), (ii) lorsque la qualité de la gouvernance d'une entreprise et ses contraintes financières sont faibles (Li et Zhang, 2018), (iii) dans les entreprises contrôlées par des personnes morales (Liu et al., 2014).

La relation positive entre ces concepts devient insignifiante : (i) dans les entreprises contrôlées par l'État (Liu et al., 2014); (ii) lorsque le pourcentage des femmes au sein du conseil dépasse le seuil de 20% (Nguyen et al., 2015) ou lorsqu'un seuil de diversité est atteint (Owena et Temesvary, 2018 ; Nguyen et Dang, 2022); (iii) lorsque les entreprises se situent dans des pays où les niveaux de qualité de la gouvernance nationale sont inférieurs à la moyenne (Nguyen et al., 2021); (iv) par la non-prise en compte de l'efficacité du capital intellectuel (Ouni et al., 2022).

À côté de vouloir confronter les résultats positifs et négatifs dans les conclusions de cette relation, le contexte d'environnement naturel reste très important, que l'on soit en Europe, en Asie, en Océanie, en Afrique ou en Amérique. Le cadre réglementaire et le développement de la gouvernance ne sont pas les mêmes.

À la lumière de toute la littérature antérieure qui conclut majoritairement sur un effet positif et sur base de toutes les raisons évoquées ci-haut, nous initions notre hypothèse de base. Celle qui prévoit de trouver une relation significative et négative entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire.

***Hypothèse 1** : La diversité du genre au sein du conseil d'administration diminue le coût de la dette obligataire.*

La réalité économique est telle qu'elle évolue en termes des cycles, et donc cette relation est sujette à des variations permanentes. Selon la théorie des cycles économiques, les fluctuations économiques causées par les chocs exogènes poussent les agents économiques à modifier leurs comportements. Sur le marché obligataire, les prêteurs auront tendance à diminuer l'offre de prêt, à augmenter les taux de rendement, à changer les critères des prêts en fonction d'informations qu'ils pourront considérer comme pertinentes, à l'instar du volume des titres émis sur le marché, de la composition du conseil d'administration, du niveau risque de l'entreprise, la santé financière d'une entreprise, etc.

Les résultats empiriques vont dans le même sens que la théorie économique et bien plus, arrivant à prouver des effets plus prononcés de la diversité du genre en période de crise et de ralentissement économique (Garanina et Mouraviev, 2020) ou une amélioration de la performance en entreprise pendant la grande récession de 2008 (Papangkorn, Chatjuthamard, Jiraporn et Chueykamhang, 2021).

Tenant compte des résultats de Garanina et Mouraviev (2020) pour un contexte européen où la pratique de la gouvernance est très développée et la prise en compte de la diversité est mise en avant plan, nous pensons que dans ce travail de recherche, les différentes périodes de crise favorisent ou accentuent la relation positive entre la diversité du genre et le coût de la dette.

***Hypothèse 2 :** La relation diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligatoire est plus prononcée en période de crise.*

La recherche que nous menons s'étale sur le nord-Amérique, dominée par les firmes américaines. Malgré la similarité attribuée aux deux économies, elles restent intrinsèquement différentes surtout en ce qui concerne le système de gouvernance, qui est caractérisé par le respect des exigences pour les États-Unis et par le principe « se conformer ou divulguer » pour le Canada, s'adaptant ainsi aux petites entreprises qui composent son marché des capitaux. Quand bien même, nous relevons ces différences, nous pensons que la diversité du genre au sein du conseil d'administration diminue le coût de la dette même lorsque cet échantillon sera éclaté pour ne considérer qu'un seul (canadien ou américaine), à cause d'un rapprochement de ces deux pays.

***Hypothèse 3 :** La relation diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligatoire reste significative pour l'échantillon canadien.*

Après avoir planté le décor en ce qui concerne la gouvernance d'entreprise, tirée par le conseil d'administration comme organe important et représentatif de la gouvernance d'entreprise, nous avons justifié théoriquement le choix de la diversité du genre au sein

du conseil en nous référant à quelques papiers dans la littérature et avons fini par poser notre hypothèse de recherche de base (hypothèse) et deux sous hypothèse (hypothèse deux et trois). Il est maintenant question de parcourir le chemin, celui d'estimer la relation sous étude, en poursuivant avec la méthodologie de recherche.

CHAPITRE 2. MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

Dans les lignes qui vont suivre, nous allons décrire la méthodologie utilisée nous permettant d'analyser la relation diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire. Pour ce, nous avons subdiviser le chapitre en trois sections : définir le modèle d'analyse, la technique d'estimation à utiliser, présenter les variables avec une description succincte et retenir l'échantillon nous permettant d'arriver aux conclusions.

2.1. MODÈLE D'ANALYSE

Au vu de l'hypothèse de base formulée, notre objectif est d'analyser la relation entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire. Nous suivons La rocca et al. (2019), Usman et al. (2019), Boubakri et Ghouma (2010), Adams et Ferreira (2009) dans l'application de la méthode des moindres carrés ordinaires.

Notre spécification générale est la suivante :

$$\text{Coût de la dette} = f(\text{diversité du genre ; variables de contrôle})$$

Le coût de la dette obligataire est fonction de la diversité du genre (variable d'intérêt dans notre travail) et d'autres déterminants dont la littérature financière a montré l'influence sur le coût de la dette (variables de contrôle).

2.2. MESURE DES VARIABLES

Pour mesurer le coût de la dette obligataire, nous utilisons, comme Anderson, Mansi et Reeb (2004), Klock et al. (2005), Boubakri et Ghouma (2010) et Ghouma et al. (2018), l'écart obligataire (SPREAD) qui est défini comme la différence entre les rendements à l'échéance de chaque obligation de société moins le rendement à l'échéance d'une obligation du gouvernement canadien ou américain. L'écart obligataire (SPREAD) donne une représentation fidèle du poids que la dette obligataire a sur une entreprise par

une approche rendement, utilisée fréquemment dans la littérature (Anderson et al., 2004 ; Boubakri et Ghouma, 2010 et Ghouma et al., 2018). Cependant, le taux d'intérêt utilisé par Usman et al. (2019) est défini comme le log des dépenses de financement totales de l'entreprise divisée par sa dette à court terme et à long terme.

Alors que pour notre variable d'intérêt majeur concernant la diversité du genre, en référence aux écrits de Post et Byron (2015), Al-Shaer et Zaman (2016), Ahmed et Ali (2017), Usman et al. (2019), Li et Zhang (2019) et Ouni et al. (2022), est mesurée par le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration (BGD). Cette mesure est considérée comme fiable et valide dans le sens où elle prend en compte le poids de la représentativité féminine et non le nombre (Al-Shaer et Zaman, 2016 ; Li et Zhang, 2019 ; etc.).

Par ailleurs, et puisque la diversité du genre n'étant pas la seule variable pouvant expliquer la plus grande variabilité du coût de la dette, en référence aux écrits de Ghouma et Ouni (2022a, b), Almor et al. (2022), Abou-el-Sood (2021), Li et Zhang (2020), Boubaker et al. (2014), Carter et al. (2003); nous introduisons les variables de contrôle concernant les caractéristiques de la firme émettrices, les caractéristiques de l'obligation et les facteurs macroéconomiques des pays des firmes émettrices (Canada et É.-U.).

En ce qui concerne les variables de contrôles liées aux caractéristiques de l'entreprise émettrice, nous considérons : (i) La taille de l'entreprise (FirmSize) qui est mesurée par le logarithme naturel de l'actif total de l'entreprise. Tel que Usman et al. (2019), et Ghouma et al. (2018), nous attendons une relation négative entre la taille de l'entreprise et le coût de la dette obligataire, puis que plus une firme est grande, moins c'est risqué d'y investir et pour plusieurs autres raisons y compris les économies d'échelles et l'asymétrie d'information (Li et Zhang, 2020); (ii) le rendement des actifs (ROA) mesuré par le rapport entre le bénéfice net de l'entreprise et le total de l'actif. En se référant aux écrits de Usman et al. (2019), une relation négative entre le ROA et le SPREAD est prévue. Ceci s'explique par le fait que les créanciers obligataires ont tendance

à faire une évaluation du risque en fonction de la capacité d'une entreprise à être performante; (iii) l'effet de levier (Leverage) ou ratio d'endettement qui est le ratio de la dette totale sur le total des actifs. Selon Fields, Fraser et Subrahmanyam (2012) et Liu et al. (2014), les entreprises moins endettées, moins risquées ont des prêts bancaires moins coûteux. Ce qui nous emmène à attendre un signe positif quant au signe de la relation entre le niveau d'endettement et le coût de la dette; (iv) le risque opérationnel de l'entreprise (Risk) calculé comme le logarithme naturel de l'écart type des ventes nettes durant les cinq dernières années. Conformément à la littérature financière, une relation positive est prévue entre le niveau du risque de la firme et le coût de la dette (Fields et al., 2012; Boubakri et Ghouma, 2010, etc.).

En ce qui concerne les variables de contrôles liées aux caractéristiques de l'obligation, nous introduisons : (i) le volume de l'émission obligataire (IssueSize) qui est mesuré par le logarithme du montant de l'offre d'émission obligataire pour 1 million de dollars américains. Pour des raisons d'économie d'échelle, nous attendons une relation négative entre IssueSize et le SPREAD; (ii) la maturité de l'obligation (Maturity) qui est mesurée par la différence entre l'année de l'émission et l'échéance de l'obligation. Selon les études antérieures, la maturité de la dette impacte positivement le niveau du risque de l'obligation. Donc, les obligataires sont incités à demander des taux de rendement plus élevé, ce qui se traduit par un coût de dette plus élevé. De même, Li et Zhang, 2020) reportent que les entreprises à fort niveau d'endettement sont susceptibles d'utiliser une dette plus longue pour pouvoir atténuer le refinancement et le risque de défaut. Et les investisseurs externes ont tendance à demander plus de revenus pour des prêts à long terme; (iii) l'obligation remboursable (Call) qui est une variable muette prenant les valeurs 1 si l'obligation n'est pas remboursable et 0 si oui. Cette variable est mesurée par le ratio du nombre de jours au premier appel divisé par le nombre de jours jusqu'à l'échéance. On s'attend à ce que l'émetteur paie une pénalité pour la provision d'achat, donc la variable sera négativement associée au coût de la dette et au rendement obligataire (Bhojraj et Sengupta, 2003) ; (iv) l'obligation subordonnée (Subord) qui est une variable muette

prenant les valeurs 1 si l'obligation est subordonnée et 0, sinon. Comme Boubakri et Ghouma (2010), nous attendons à une relation positive entre Subord et SPREAD.

Pour les facteurs macroéconomiques, nous introduisons les variables de contrôle ci-après : (i) le taux d'inflation annuel (Inflation) qui est l'expression en pourcentage de la variation du niveau général de prix pour une période donnée (annuel, pour ce cas). En nous référant à la théorie économique, nous prévoyons une relation positive entre le SPREAD et le taux d'inflation. Les taux d'intérêt et donc les rendements obligataires ont tendance à suivre le sens de la montée des prix, surtout lorsque c'est anormal ; (ii) le taux de croissance annuel en pourcentage du PIB par habitant annuel (GDP). Pour cette variable macroéconomique, nous attendons une relation négative entre GDP et le SPREAD. En fait, la valeur des entreprises peut refléter les attentes des investisseurs concernant l'environnement macroéconomique global qui influence directement l'évaluation des entreprises (Nguyen et al., 2015). Et finalement, pour saisir les variations dans le temps (vu que l'échantillon s'étend sur plusieurs années), entre les firmes et les deux pays (les différences au niveau des traditions, des cultures, des structures économiques, des systèmes de gouvernance), nous introduisons les variables indicatrices d'année, d'industrie et de pays dans notre modèle.

Après cette description, nous obtenons le modèle de base suivant :

$$\begin{aligned} SPREAD_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 BGD_{i,t} + \beta_2 FirmSize_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Leverage_{i,t} + \beta_5 Risk_{i,t} \\ & + \beta_6 IssueSize_{i,t} + \beta_7 Maturity_{i,t} + \beta_8 Call_{i,t} + \beta_9 Subord_{i,t} \\ & + \beta_{10} Inflation_{i,t} + \beta_{11} GDP_{i,t} + Country Dummy \\ & + Industry Dummy + Year Dummy + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Où

- i : représente l'entreprise
- t : représente l'année
- $\varepsilon_{i,t}$: représente le terme de l'erreur.

2.3. ÉCHANTILLONNAGE

Pour examiner l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire, nous construisons notre échantillon en fusionnant des données en provenance de plusieurs bases de données. Les informations au sujet de la diversité du genre et le coût de la dette des obligations proviennent respectivement des bases des données DATASTREAM, SDC GLOBAL NEW ISSUES et de la Banque Mondiale. L'échantillon concerne les obligations émises par des firmes nord-américaines (États-Unis et au Canada) cotées en bourse pour la période allant de 2002 à 2021 puisque les données au sujet de la diversité commencent à être divulguées et présente dans la base depuis 2002. De plus, cette période d'étude qui s'étale sur une vingtaine d'années nous permet d'examiner la relation diversité - coût de la dette sur une longue période et de prendre en compte les récentes crises financières et sanitaires (2008, 2009, 2010 et 2020). De même, cette période d'étude nous permet aussi de suivre l'évolution de l'intégration des lois et règlements concernant la diversité au sein des entreprises durant les années 2002, 2014, 2018 et 2020 qui correspondent respectivement à l'adoption de la loi Sarbanes-Oxley aux É.-U., à la promulgation du règlement 58-101 pour le Canada, l'introduction des quotas obligeant les sociétés en bourse à inclure des femmes dans leurs conseils d'administration en Californie et l'adoption *Washington Business Corporation Act* (WBCA) par l'État de Washington en exigeant les entreprises publiques à avoir un conseil d'administration composé d'au moins 25 % des femmes à l'horizon 2022 (Jaeger, 2020).

Par ailleurs, le contexte nord-américain nous intéresse aux vues de la proximité de ces deux économies, des avancées systémiques dans la gouvernance d'entreprise. Quand bien même le système de gouvernance d'entreprise au Canada peut être défini comme une approche « fondée sur des principes », tandis que le système de gouvernance américain peut être défini comme une approche « fondée sur des règles », nous remarquons des similitudes du système juridique et économique et de la réglementation financière (Ouni et al, 2022). Comme bon nombre d'études nord-américaines en matière

de gouvernance se focalisent sur les firmes américaines (voir l'annexe C), en faisant une inférence sur les deux pays, ainsi cette étude pourra examiner l'existence d'une certaine différence entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire, en particulier entre les firmes américaines et canadiennes. Pour ce, nous avons un échantillon final de 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines appartenant à huit secteurs d'activités entre 2002 et 2021.

CHAPITRE 3. ANALYSE DES RÉSULTATS

3.1. STATISTIQUES DESCRIPTIVES

Le **Tableau 3** rapporte la distribution de notre échantillon de base. Le Panel A renseigne la proportion des émissions d'obligations des firmes par pays. Comme remarqué l'échantillon est dominé par les obligations émises par les firmes américaines (91,3 %) au vu de son marché financier très développé et les exigences plus strictes en matière de gouvernance qu'il soit sur le plan de réglementation qui remonte déjà vers 1987 avec le Rapport Treadway ou sur le plan de divulgation d'information. Ce qui expliquerait la dominance des études scientifiques dans le sujet qui considèrent les États-Unis comme cadre d'analyse.

Le Panel B rapporte la répartition de l'échantillon par secteur d'activité. Selon ce tableau, 28% des obligations sont émises par des firmes appartenant au secteur 6 (Finance Assurance et Immobilier), suivi par le secteur manufacturier relatif à la Fabrication du *Plastiques-Électronique* avec un pourcentage de 18,1 %. Une attention particulière sera tournée vers le secteur financier, pour s'assurer que nos résultats ne soient pas dominés par ce secteur.

Tableau 3. Description de l'échantillon

Ce tableau fournit la distribution de notre échantillon par pays et industrie. L'échantillon comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021.

Panel A: Distribution des émissions par pays			
Nation	Fréquence	Pourcentage	Cumulative
Canada	353	8.48	8.48
United States	3810	91.52	100.00
Total	4163	100.00	

Panel B: Distribution des émissions par secteur d'activité			
SIC	Fréquence	Pourcentage	Cumulative
1. Exploitation Minière et Construction	160	3.84	3.84
2. Fabrication (Alimentaire-Pétrole)	670	16.09	19.94
3. Fabrication (Plastiques-Électronique)	755	18.14	38.07
4. Transport	631	15.16	53.23
5. Commerce de gros et commerce de détail	375	9.01	62.24
6. Finance Assurance et Immobilier	1202	28.87	91.11
7. Services (Hôtels-Loisirs)	325	7.81	98.92
8. Services (Santé-Ménages Privé)	45	1.08	100.00
Total	4163	100.00	

Le **Tableau 4** présente les statistiques descriptives (Moyenne, Médiane, Écart-type, Minimum et maximum) de nos principales variables. En ce qui concerne l'écart obligataire (SPREAD), la moyenne est d'environ 149 points de base, ce qui est en cohérence avec Boubakri et Ghouma (2010) ; tandis que la moyenne de la diversité du genre au sein du conseil d'administration (écart type) est de l'ordre de 25,3 % (9,15 %), concordant avec la moyenne trouvée dans les études de Ouni et al. (2022) et Nicolò et al., (2021). Concernant les restes des variables, la moyenne est de 7,76 %, 6,82 %, 31,15 % et 6,25 % pour la taille de l'entreprise, le rendement des actifs, l'effet de levier et le risque opérationnel, respectivement. Nous remarquons particulièrement une situation économique plutôt stable pour la période choisie, avec l'inflation moyenne de 1,67 % (avec un écart-type de 0,66) et la croissance moyenne d'une valeur de 4,77 % (pour un écart-type faible s'établissant à 0,05%).

Tableau 4. Statistiques descriptives

Ce tableau fournit le résumé des statistiques descriptives. L'échantillon comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021. L'annexe A renseigne la description de toutes les variables.

	N	Moyenne	Médiane	Écart-type
SPREAD	4163	149.029	115.000	119.242
BGD	4163	25.285	25.000	9.149
FirmSize	4163	7.760	7.647	0.781
ROA	4163	6.822	6.110	5.968
Leverage	4163	31.154	29.190	16.542
Risk	4163	6.252	6.265	0.644
IssueSize	4163	897.983	700.000	663.691
Maturity	4163	11.671	10.014	9.133
Call	4163	0.591	1.000	0.492
Subord	4163	0.011	0.000	0.106
Inflation	4163	1.670	1.812	0.662
GDP	4163	4.769	4.779	0.046

Le **Tableau 5** présente les corrélations de Pearson entre nos deux variables clés (SPREAD et BGD) et toutes les autres variables de contrôle. Comme indiqué dans le **Tableau 5**, l'écart obligataire (SPREAD) est significativement corrélé avec le BGD, comme toutes les autres variables indépendantes. Une significativité négative a été remarquée pour le BGD, le FirmSize, le ROA et le Risk. Mais, nous remarquons que l'analyse de corrélation indique une faible association entre différentes variables, ce qui nous rassure par rapport au problème de multicolinéarité. Ces corrélations vont dans le sens des écrits de Usman et al. (2019), Luo et al. (2018) ou encore Adams et Ferreira (2009).

Tableau 5. Corrélation de Pearson.

Ce tableau présente les coefficients de corrélation de Pearson. L'échantillon comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021. Les exposants ***, ** et * indiquent un seuil de signification empirique au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. L'annexe A renseigne la description de toutes les variables.

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) SPREAD	1.000											
(2) BGD	-0.172***	1.000										
(3) FirmSize	-0.368***	0.329***	1.000									
(4) ROA	-0.139***	-0.109***	-0.316***	1.000								
(5) Leverage	0.168***	-0.056***	-0.251***	0.172***	1.000							
(6) Risk	-0.237***	0.174***	0.659***	0.031**	-0.206***	1.000						
(7) IssueSize	-0.089***	0.161***	0.458***	-0.028*	-0.132***	0.439***	1.000					
(8) Maturity	0.068***	-0.067***	-0.061***	0.159***	0.032**	0.031**	0.020	1.000				
(9) Call	0.037**	-0.195***	-0.238***	0.270***	-0.004	0.007	-0.043***	0.154***	1.000			
(10) Subord	0.048***	-0.005	0.108***	-0.093***	-0.069***	0.008	0.025*	0.036**	-0.124***	1.000		
(11) Inflation	0.202***	0.197***	0.029*	-0.002	0.079***	0.015	-0.009	0.020	-0.047***	-0.015	1.000	
(12) GDP	0.166***	-0.024	-0.254***	0.213***	0.066***	-0.056***	0.041***	0.129***	0.083***	-0.030**	0.268***	1.000

*** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$

3.2. ANALYSE INFÉRENTIELLE

Dans cette section, nous présentons nos principaux résultats. Dans un premier temps, nous documentons la relation d'impact entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration (BGD) mesuré par pourcentage des femmes au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire (SPREAD). Dans un deuxième temps, nous vérifions la robustesse de nos résultats en analysant certaines spécifications alternatives à notre modèle de base.

3.2.1. Impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire : Résultats majeurs

Le panel A du **Tableau 6** présente les résultats des différences dans les moyennes de l'écart obligataire (SPREAD) en comparant l'échantillon de firme ayant une politique de diversité du genre avec un échantillon de firme sans politique de diversité du genre au sein du conseil d'administration.

Le SPREAD moyen des entreprises ayant une politique de diversité des genres au sein du conseil est significativement inférieur au SPREAD moyen des entreprises sans politique de diversité du genre au sein du conseil. Ce qui suggère qu'avoir une politique de diversité du genre au sein du conseil d'administration diminue le coût obligataire de l'entreprise d'environ 23,01 points de base.

À ce stade, il serait important d'indiquer que pour réaliser ce test, nous avons collecté les données d'un échantillon de firmes nord-américaines sans politique de diversité des genres dans la même période d'étude de notre échantillon de base (2002-2021).

Pour construire cet échantillon, la base de données DATASTREAM présente un filtre qui nous permet de distinguer entre les firmes ayant une politique de diversité au sein du conseil d'administration avec les firmes qui n'ont pas cette politique.

Par la suite, et en suivant la même stratégie de collecter des données de notre échantillon de base, nous avons réussi à collecter un échantillon d'obligations émises par les firmes nord-américaines n'ayant pas une politique de diversité durant la période 2002-2021.

Enfin, nous avons complété les données au sujet des obligations (SPREAD, IssueSize, Maturity, etc.), les données financières des firmes émettrices (FirmSize, ROA, Leverage et Risk) et les données macroéconomiques en nous référant aux bases de données DATASTREAM, SDC GLOBAL NEW ISSUES et la base de données de la Banque Mondiale. L'échantillon final consiste à 5,559 obligations, dont 4,888 émises, par des firmes ayant une politique de diversité du genre et 671 obligations émises par des firmes n'ayant pas une politique de diversité du genre au sein du CA.

Le panel B du **Tableau 6** présente les résultats de la technique d'appariement par score de propension (PMS).

Tableau 6. Tests de différence de moyenne du SPREAD

Ce tableau rapporte les résultats des tests de comparaison des moyennes. Le Panel A présente les résultats du t-test. Le Panel B présente les résultats des analyses de comparaison par la technique d'appariement par score de propension (PMS). L'annexe A renseigne la description de toutes les variables.

Panel A: Test de comparaison de Moyenne du SPREAD					Panel B: Test de comparaison de Moyenne du SPREAD avec PMS				
Group	N	Mean	t-Statistic	Sig. [Pr(T < t)]	Group	N	Difference: (1) – (2)	t-Statistic	Sig. [Pr(T < t)]
(1) Policy Board Diversity =0	671	192.408	4.03	0.0001	(1) Treatment group	228	-12.893	-3.09	0.000
(2) Policy Board Diversity =1	4,888	169.3249			(2) Control group	228			
Combined	5,559	172.111							
Difference: (1) – (2)		23.083							

L'appariement des scores de propension est une technique qui s'utilise de plus en plus dans la littérature financière (voir Chen et al., 2018 ; Usman et al., 2019 ; Ghouma et Ouni, 2022a, b). Nous suivons ces auteurs et nous utilisons cette technique pour identifier un échantillon de contrôle construit d'obligations émises par des firmes sans politique de

diversité du genre qui présente les mêmes caractéristiques de notre échantillon de traitement construit d'obligations émises par des firmes ayant une politique de diversité des genres, et ceci en utilisant la méthode du plus proche voisin basée sur les probabilités prédites (ou score de propension) de la régression Logit (Chen et al., 2018). Comme Ghouma et Ouni, (2022a, b), nous identifions les entreprises appariées en fonction de la taille de la firme, le ROA, l'effet de levier et la maturité de l'obligation, la taille de l'émission, l'année d'émission et l'industrie.

Après l'appariement, nous traitons 456 obligations, dont 228 émises, par des firmes ayant une politique de diversité et 228 obligations émises par des firmes sans politique de diversité. Tel qu'observer dans le panel B du **Tableau 6**, la présence des femmes au sein du conseil d'administration fait diminuer le coût de la dette obligataire d'environ 13 points en moyenne de base par rapport aux entreprises qui n'ont pas de femme dans leur conseil d'administration. Ce qui confirme les résultats précédents de la différence de moyenne par t-test⁶.

Malgré la différence en termes de résultat (23,01 versus 13 points de base) des deux approches, Le t-test et le PMS indiquent le sens de relation entre la diversité du genre et le coût de la dette, mais ces deux approches ne nous permettent pas de tenir compte des différences entre les groupes de traitement et de contrôle qui pourraient résulter de facteurs non observables (Chen et al., 2018), parce qu'il se peut que les prêteurs facturent moins pour la dette en fonction d'autres caractéristiques de l'entreprise (Usman et al., 2019), des caractéristiques de l'obligation ou même de la situation économique, plutôt que de la diversité du genre au sein du conseil d'administration. Pour ces raisons, et comme les études antérieures (ex. Borisova et al., 2015) nous avons effectué des analyses de régressions multiples pour examiner en profondeur l'effet de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire.

⁶ Notons que nous nous sommes basées sur l'échantillon utilisé pour effectuer le t-test décrite ci-dessus pour construire l'échantillon traité et l'échantillon de contrôle.

Le **Tableau 7** présente les résultats de ces régressions multivariées par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO). En suivant Borisova et al. (2015), nous avons intégré des variables fictives par année, pays et industrie. Ainsi, que nous avons employé une méthodologie de l'erreur standard ajustée pour le quadruple regroupement de firme, industrie, pays et année ce qui nous permettrait de contrôler les problèmes d'hétéroscédasticités potentielles, de tenir compte des problèmes d'erreurs autocorrélées et de contrôler une possible dépendance entre années, pays et industries.

Tableau 7. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire : Principales preuves et vérifications de la robustesse.

Ce tableau présente les résultats des régressions multivariées de l'impact de la diversité du genre sur le coût de la dette obligataire. La variable dépendante est l'écart obligataire (SPREAD) et la variable d'intérêt est la diversité du genre mesurée par le pourcentage de femmes au sein du conseil d'administration (BGD). Dans tous les modèles, nous avons intégré des variables fictives année, industrie et pays et nous avons employé une méthodologie de l'erreur standard ajustée pour le regroupement de firmes. Dans le modèle (5), la mesure alternative de la diversité du genre utilisée est le pourcentage de femmes membres exécutives (ExMemGD). Dans le modèle la diversité du genre a été mesurée par le pourcentage de femmes managers par rapport au nombre total des managers (WomManagScore). L'échantillon de base comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021. Mais, cet échantillon peut varier en fonction du modèle employé, les variables considérées et la technique d'estimation utilisée. Les exposants ***, ** et * indiquent un seuil de signification empirique au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. L'annexe A renseigne la description de toutes les variables.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
BGD	-3.133*** (.843)	-1.101*** (.356)	-.999*** (.357)	-.986*** (.358)		
ExMemGD					-.776*** (.288)	
WomManagScore						-.357** (.156)
FirmSize		-76.501*** (7.306)	-91.296*** (6.207)	-91.264*** (8.433)	-88.582*** (9.557)	-38.328** (14.98)
ROA		-6.564*** (.726)	-6.668*** (.717)	-6.632*** (.997)	-6.536*** (.816)	-5.726*** (1.497)
Leverage		1.082*** (.125)	1.035*** (.137)	1.04** (.485)	.905*** (.107)	1.063*** (.339)
Risk		26.21*** (4.508)	25.978*** (5.165)	26.166*** (5.181)	24.633*** (7.139)	11.037 (9.326)
IssueSize			.024*** (.002)	.024*** (.005)	.024*** (.002)	.009 (.009)
Maturity			1.095*** (.205)	1.088* (.557)	.954*** (.174)	1.614*** (.569)
Call			-16.802*** (4.384)	-17.43*** (5.206)	4.965 (9.271)	2.773 (8.621)
Subord			87.301*** (6.362)	87.14*** (9.861)	96.752*** (12.973)	87.88*** (11.65)
Inflation				26.023*** (7.256)	33.63*** (4.602)	37.038 (22.608)
GDP				-1.657 (119.315)	2.38*** (10.747)	82.152 (135.719)
_cons	179.817*** (12.23)	489.831*** (35.8)	597.063*** (28.061)	569.774 (454.521)	-475.19*** (3.092)	6.327 (679.09)
Observations	5559	4180	4180	4163	4163	1939
Adj R ²	.218	.357	.385	.384	.323	.394
Sig	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Firm Fixed Effect	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Year Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Industry Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Country Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI

Les écarts-types robustes sont entre parenthèses *** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Les modèles (1), (2), (3) et (4) du **Tableau 7** reportent nos principales preuves empiriques de l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire.

Dans le modèle 1 nous mettons en relation la variable dépendante (SPREAD) et seulement la variable d'intérêt (BGD). Dans le modèle 2 nous intégrons les variables de contrôle liées aux caractéristiques de la firme. Dans le modèle 3 nous avons ajouté les variables de contrôles liées aux caractéristiques de l'obligation. Dans le modèle 4 nous avons complété notre modèle par les variables de contrôle concernant la situation macro-économique des pays des firmes émettrices des obligations.

Allant dans le sens de notre hypothèse de recherche de base et en cohérence avec Usman et al. (2019), notre analyse de régression montre que la diversité du genre au sein du conseil impacte négativement et significativement le coût de la dette obligataire. Plus spécifiquement, une augmentation de 1 % de la proportion des femmes au sein du conseil d'administration entraîne une diminution du coût de la dette d'environ 1 point de base minimum (modèle 4 du **Tableau 7**).

Nos résultats sont significatifs avec un seuil de 1% au moins. Le $R^2 Adj$ est de l'ordre de 38,4 % (modèle 4 du **Tableau 7**), ce qui est comparable aux études intérieures (Ouni et al., 2022 ; Bear et al., 2010). Ces résultats suggèrent que la présence des femmes au sein du conseil d'administration affecte positivement et significativement la perception des obligataires en les rassurant par rapport à la qualité de gouvernance de l'entreprise, ce qui se traduit par un risque de défaut plus faible et des rendements exigés par les obligataires plus faibles. Allant dans le même sens que la théorie AITP qui suggère que la présence des femmes, comme strates des individus moins puissants, permet de prendre des décisions moins risquées et d'améliorer la confiance de l'entreprise, constituant un élément important dans l'appréciation du risque des obligataires. Ce qui permet à un conseil plus diversifié de diminuer le coût de la dette obligataire, et donc d'amener plus de richesses et plus de réseautages dans l'entreprise.

Par ailleurs, la majorité de variables de contrôles introduites impacte le coût de la dette obligataire significativement et selon le sens attendu, ce qui est en accord avec Usman et al., (2019), Borisova et al. (2015), Anderson et al. (2004), etc.

Comme pour dire, le SPREAD est significativement et négativement affecté par la taille de la firme (FirmSize), le ratio de rentabilité (ROA) et l'obligation remboursable (Call) et positivement affecté par l'effet de levier (Leverage), le risque opérationnel de l'entreprise (Risk), le volume de l'émission obligataire (IssueSize), la maturité de l'obligation (Maturity), l'obligation subordonnée (Subord) et le taux d'inflation (Inflation). Concrètement, plus une firme est rentable et sa taille importante, les prêteurs ont tendance à être plus rassurés par rapport au risque de faillite et à facturer une prime de risque moins élevé et que l'inflation fait flamber les taux d'intérêt, donc le coût de la dette obligataire.

3.2.2. Impact de la diversité du genre au sein du conseil sur le coût de la dette obligataire : Tests de robustesse

L'analyse des données financières est sujette à plusieurs problèmes comme ceux d'endogénéité tendant à biaiser les résultats. L'endogénéité est définie comme étant la corrélation existante entre une ou plusieurs variables indépendantes et le terme d'erreur de la régression (Roberts et Whited, 2012). En économétrie, on évoque trois sources, qui sont : la simultanéité (relation causale de double sens), l'hétérogénéité inobservée (certains parlent de variables omises) et l'erreur de mesure (Navette, 2016).

Les chercheurs recourent à l'utilisation d'autres techniques d'estimation pour pallier au problème d'endogénéité tels que : la méthode de double moindre carrée (2SLS), la méthode des moments généralisés (GMM) (Wintoki, Linck et Netter, 2012), etc.

Tableau 8. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : Autres tests de robustesse.

Ce tableau présente les résultats des régressions pour l'impact de la diversité du genre sur le coût de la dette obligataire. L'échantillon de base comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021. Mais, cet échantillon peut varier en fonction du modèle employé, les variables considérées et la technique d'estimation utilisée. Les modèles (1) et (2) reportent les résultats des de l'estimation par variables instrumentales. Le modèle (3) et (4) rapporte les résultats lorsque nous incluons la variable potentiellement omise au sujet de la notation financière des firmes (Rating). Le modèle (5) rapporte les résultats de la méthode généralisée de régression des moments (GMM). Le modèle (6) rapporte les résultats de la régression en utilisant une méthodologie de l'erreur standard ajustée pour le quadruple regroupement, firme, industrie, pays et année. Le modèle (7) reporte les résultats de régression par la méthode de méthode d'appariement par score de propension. Les exposants ***, ** et * indiquent un seuil de signification empirique au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. L'annexe A renseigne la description de toutes les variables.

	Estimations par 2SLS		Variable omise				
	1 ^{ère} étape (1)	2 ^{ème} étape (2)	Rating (3)	Orthog-Rating (4)	GMM (5)	Fixed Effect (6)	PMS (7)
BGD		-5.136*** (1.951)	-.551** (.26)	-.551** (.255)	-5.136*** (1.861)	-.986* (.541)	-1.142*** (.116)
FemInParliament	4.32*** (0.000)						
Rating			-67.482*** (8.485)				
Orthog-Rating				-67.128*** (8.379)			
FirmSize	9.115*** (0.000)	-57.404** (24.508)	-36.966*** (4.787)	-36.966*** (4.736)	-57.404** (25.454)	-91.264*** (15.201)	-111.385*** (8.235)
ROA	.322*** (0.000)	-15.29*** (3.756)	-3.046*** (.691)	-3.046*** (.688)	-15.29*** (2.714)	-6.632*** (1.428)	-5.389*** (.288)
Leverage	-.098*** (0.000)	1.406* (.791)	.083 (.451)	.083 (.442)	1.406*** (.54)	1.04* (.578)	.773*** (.191)
Risk	-5.785*** (0.000)	-1.944 (27.057)	22.467*** (3.366)	22.467*** (3.376)	-1.944 (26.677)	26.166** (10.747)	25.944*** (6.649)
IssueSize	0*** (0.000)	-.005 (.007)	.021*** (.003)	.021*** (.003)	-.005 (.006)	.024*** (.007)	.03*** (.004)

Maturity	-0.088*** (0.000)	1.674 (1.194)	1.596*** (.366)	1.596*** (.358)	1.674* (.943)	1.088* (.565)	1.424*** (.183)
Call	-1.083*** (0.000)	-13.085 (8.685)	-2.143 (9.744)	-2.143 (9.616)	-13.085 (11.821)	-17.43** (8.161)	-36.617*** (8.737)
Subord	-.112*** (0.000)	98.982*** (26.62)	44.313*** (2.36)	44.313*** (2.366)	98.982** (38.531)	87.14*** (7.947)	46.293*** (11.289)
Inflation	-7.85*** (0.000)	52.453*** (13.518)	35.382*** (11.067)	35.382*** (11.135)	52.453*** (16.272)	26.023*** (6.896)	-37.875*** (7.118)
GDP	0.000 (0.000)	93.004 (126.551)	341.677* (186.715)	341.677* (186.658)	93.004 (197.776)	-1.657 (27.712)	-283.719*** (82.747)
_cons	-109.463*** (0)	356.731 (619.849)	-1144.823 (879.988)	-1450.365 (906.875)	356.731 (871.789)	569.774*** (48.039)	2207.348*** (409.981)
Observations	353	353	4074	4074	353	4163	958
Adj R2	.593	.735	.536	.536	.735	.384	.413
Sig	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Year Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Industry Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Country Dummies	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI	OUI
Firm Fixed Effect						OUI	
Industry Fixed Effect						OUI	
Country Fixed Effect						OUI	
Year Fixed Effect						OUI	

Les écarts-types robustes sont entre parenthèses

Dans notre étude, nous abordons l'analyse de la robustesse en utilisant plusieurs de ces techniques. Les résultats de ces tests de robustesse sont présentés dans les lignes qui suivent.

Premièrement, nous évaluons la robustesse de nos résultats précédents en utilisant d'autres mesures alternatives (ou proxy) à la diversité du genre au sein du conseil d'administration. Dans le modèle (6) du **Tableau 7**, nous utilisons le pourcentage de femmes exécutifs membre du conseil d'administration (ExMemGD) et tel qu'indiqué dans le tableau, les résultats montrent que la relation entre ExMemGD affecte significativement et négativement le coût de la dette obligataire, ce qui confirme nos résultats majeurs. Les résultats restent stables même en utilisant le pourcentage de femmes managers par rapport au nombre total de managers au sein de la firme (WomManagScore) (modèle 6 du **Tableau 7**).

Deuxièmement et suivant Boubaker et al. (2014), Liu et al. (2014), Chen et al. (2018), Usman et al. (2019) et Ouni et al. (2022), nous utilisons la méthode de double moindre carrée (2SLS), nommée aussi méthode des variables instrumentales. Ce qui nous permet d'effectuer une régression à deux étapes en substituant la variable qui potentiellement souffre d'endogénéité par une variable instrumentale. Pour besoin de notre étude, nous utilisons le pourcentage des femmes du nombre total de sièges au Parlement (FemmInParliament) comme variable instrumentale⁷ (Li et Zhang, 2018). Concernant les résultats de la première étape, nous avons trouvé que la présence des femmes au parlement améliorerait positivement la présence féminine au sein du CA des firmes (BDG). Pour les résultats de la deuxième étape de la technique 2SLS, où le coût de la dette obligataire est régressé sur la valeur prédite lors de la première étape, montre que nos résultats sont robustes et stables parce que le BDG continue à affecter

⁷ Trois hypothèses soutiennent cette technique de 2SLS : (1) Le terme d'erreur ne doit pas être corrélé avec la variable instrumentale. (2) La variable dont on suppose souffrir d'endogénéité doit être fortement corrélée avec la variable instrumentale, mais pas corrélée avec le terme d'erreur. (3) La variable instrument doit être différente de la variable qui souffre d'endogénéité, même à un multiple près. (Guide d'économétrie appliquée pour STATA, Ouellet, 2005).

significativement et négativement le coût de la dette obligataire ⁸ (modèle 2 du **Tableau 8**).

Troisièmement, pour répondre au problème de variable omise (raison probable d'endogénéité), nous intégrons la variable au sujet de la notation financière (Rating) des firmes dans notre modèle de base. Ces notations qui évaluent la solvabilité du débiteur à l'égard de ses titres de créance sont regroupées en 22 notes allant de la plus élevée (AAA) à la plus basse (D). Nous suivons Boubakri et Ghouma (2010) et transformons ces notes en sept catégories numériques ordonnées, comme présenté à l'annexe B.

En effet, les créanciers, notamment les obligataires, vérifient la note des crédits des firmes dans lesquelles ils veulent investir. Boubakri et Ghouma (2010) confirment que la notation financière affecte négativement le coût de la dette puisqu'elle informe le niveau du risque de défaut de la firme. Le modèle 3 du **Tableau 8** montre qu'en intégrant la variable Rating dans notre modèle de base, nos résultats majeurs restent toujours stables. Du même, et en se référant à Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015), Ghouma et al. (2018), nous remplaçons la variable Rating par la variable notation financière orthogonale⁹ (Orthog-Rating). Ceci nous permet de mesurer l'effet isolé de la variable Rating. Les résultats du modèle 4 du **Tableau 8** montrent une fois de plus la stabilité et la robustesse de nos résultats.

Quatrièmement, nous utilisons la méthode des moments généralisés (GMM) qui est une extension de la méthode des moments.¹⁰ Comme d'autres méthodes, il sert à surmonter le biais d'endogénéité éventuelle lors de la combinaison des variables explicatives et

⁸ Nous soulignons qu'à ce stade, tous les écarts-types fournis par la seconde régression ne sont alors pas corrects (Givord, 2014).

⁹ Cette méthode d'orthogonalisation porte le nom de Gram-Schmidt, elle consiste à générer un ensemble de nouvelles variables orthogonales à partir des variables d'origine. Chaque nouvelle variable orthogonalisée est générée de telle manière que toute information redondante provenant des autres variables est supprimée. Par conséquent, le nouvel ensemble de variables utilisées dans nos régressions serait celui qui capture l'effet exact de nos facteurs initiaux (Ghouma et al., 2018).

¹⁰ Elle a été développée par Lars Peter Hansen en 1982 dans un article intitulé « *Large sample properties of generalized method of moments estimators* »

expliquées dans des explications réciproques (Abad et al., 2017), mais elle se différencie des autres du fait qu'il résout le biais d'hétérogénéité (contrairement à OLS) et le biais d'endogénéité (différemment de l'estimation des effets fixes) même sur des échantillons où il y a une faible valeur de nombre d'années (ce qui n'est pas approprié pour 2SLS). Les résultats du modèle 5 du **Tableau 8** confirment que la relation inverse entre coût de la dette obligataire et BGD est stable et robuste.

Cinquièmement, nous tenons compte de la variabilité intra firme, industrie, pays et année en intégrant les effets fixes propres à la firme, l'industrie, au pays et l'année les résultats du modèle 6 du **Tableau 8** restent aussi stables.

Finalement, nous utilisons la régression à l'aide de la méthode d'appariement par score de propension (PMS)¹¹. Nous effectuons notre régression en nous basant sur un échantillon traité (obligations émises par des firmes ayant une politique de diversité) et l'échantillon de contrôle (voir la description de l'échantillon dans la section 4.2.1.). Pour estimer notre modèle, le BGD est mesuré par une variable fictive qui prend la valeur de 1 si l'obligation est émise par une firme qui détient une politique de diversité du genre et 0 si non. Le modèle 7 du **Tableau 8** montre que la présence d'une politique de diversité du genre diminue le coût de la dette obligataire de la firme par environ 1.142 points de base. Ces résultats sont globalement très significatifs au seuil de signification de 1 %, en accord avec les résultats de Usman et al. (2019), ce qui nous permet de suggérer que nos principaux résultats sont robustes et ne sont pas affectés par l'enjeu de l'endogénéité.

3.2.3. Impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire : Analyses alternatives

Dans cette section du présent chapitre, nous testons la sensibilité de nos résultats en considérant diverses compositions d'échantillons, et ce pour vérifier que nos résultats

¹¹ Pour cette technique, nous nous sommes référés à Chen et al. (2018), Usman et al. (2019) et Ouni et al. (2022).

ne sont pas influencés par les caractéristiques sur la territorialité, sur le secteur d'activité et sur les périodes de crise.

Premièrement et comme observé dans le panel A du **Tableau 3**, notre échantillon de base est dominé par les obligations émises sur le territoire américain. Pour répondre à cet enjeu, nous effectuons la régression en n'excluant les obligations émises par les entreprises américaines. Les résultats du modèle (1) du **Tableau 9** montrent que nos résultats restent stables même lorsque nous ne gardons que les firmes canadiennes. Ce qui vérifie notre troisième hypothèse de recherche.

Tableau 9. Diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire : Analyses alternatives.

Ce tableau présente les résultats de régression pour l'impact de la diversité du genre sur le coût de la dette obligataire. L'échantillon de base comprend 4.163 obligations émises par 879 firmes nord-américaines durant la période 2002-2021. Mais, cet échantillon peut varier en fonction du modèle employé, les variables considérées et la technique d'estimation utilisée. La colonne (1) rapporte les résultats en considérant un échantillon d'obligations émises par des firmes canadiennes uniquement. La colonne (2) rapporte les résultats en excluant de l'échantillon le secteur d'activité 6. La colonne (3) rapporte les résultats en excluant les années 2008, 2009, 2010 et 2020 de l'échantillon principal. Les exposants ***, ** et * indiquent un seuil de signification au niveau de 1 %, 5 % et 10 %, respectivement. L'annexe A présente la description de toutes les variables.

	Exclusion des firmes des É.-U. (1)	Exclusion du secteur 6 (2)	Exclusion des années des crises financières (3)
BGD	-2.14*** (0.000)	-1.093*** (.276)	-.862** (.39)
FirmSize	-76.352*** (0.000)	-118.477*** (10.21)	-89.728*** (9.853)
ROA	-17.032*** (0.000)	-6.494*** (.805)	-5.923*** (1.648)
Leverage	1.802*** (0.000)	1.359*** (.45)	1.26*** (.393)
Risk	.838*** (0.000)	40.173*** (6.918)	30.442*** (8.159)
IssueSize	-.007*** (0.000)	.034*** (.007)	.022*** (.003)
Maturity	2.262*** (0.000)	1.094** (.461)	1.515*** (.149)
Call	-.658*** (0.000)	-24.961** (11.419)	-22.697** (10.69)
Subord	102.878*** (0.000)	62.798** (26.694)	83.8*** (14.521)
Inflation	-63.845*** (0.000)	-34.729** (14.34)	11.849** (5.559)
GDP	0.000 (0.000)	-154.069 (134.83)	-219.028*** (30.807)
_cons	807.166*** (0.000)	1539.064*** (590.487)	1682.099*** (132.447)
Observations	353	2961	3332
Adj R ²	.774	.412	.401
Sig	(0.000)	(0.000)	(0.000)
Year Dummies	OUI	OUI	OUI
Industry Dummies	OUI	OUI	OUI
Country Dummies	OUI	OUI	OUI

Les écarts-types robustes sont entre parenthèses

*** $p < .01$, ** $p < .05$, * $p < .1$

Ensuite, nous suivons la même procédure que dans la précédente. Nous excluons les firmes œuvrant dans le secteur d'activité 6 (Finance, Assurance et Immobilier), en raison de sa prédominance dans l'échantillon global (28,87 %) tel qu'indiquer dans le Panel B du **Tableau 3**. Les résultats du modèle 2 du **Tableau 9** confirment la robustesse de nos résultats sur la relation entre diversité du genre au sein du conseil d'administration et coût de la dette obligataire.

Selon notre deuxième hypothèse de recherche, l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire est plus prononcé durant les périodes de crises financières. Ce qui nous laisse suggérer que les femmes au sein du CA peuvent se comporter différemment en période de crise financière. Nous avons choisi d'exclure les années correspondantes à celles de crises financières (2008 à 2010)¹² et de la crise sanitaire (2020) de notre échantillon, qui représentent environ 20 % des données totales, et réexécuter notre régression. Les résultats observés dans le modèle (3) du **Tableau 9** nous montrent que l'impact de la présence féminine au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire est relativement moins prononcé en période hors crise. Ce qui est en accord avec les résultats de Garanina et Mouraviev (2020) ; Papangkorn et al. (2021). En effet, le modèle (3) du **Tableau 9** montre que le BGD continue à impacter négativement et significativement le coût de la dette obligataire et donc la perception du niveau du risque des obligataires.

Après cette dernière analyse de robustesse de nos résultats, nous pouvons confirmer l'impact négatif et significatif de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire.

¹² Le choix de ces années se réfère à Ouni et al. (2022).

CHAPITRE 4. DISCUSSIONS DES RÉSULTATS

Après avoir testé les hypothèses et analysé les résultats obtenus au sujet de l'effet de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur le coût de la dette obligataire, il est temps de passer en revue les grandes lignes de ce travail, fournir les contributions, les limites et surtout les pistes de recherche pour les postérieurs chercheurs.

4.1. RÉCAPITULATIFS DES RÉSULTATS

Durant ces deux dernières décennies, la représentation féminine au sein du CA a connu une nette évolution dans la prise en compte de la diversité allant de moins de 15 % au début des années 2000 jusqu'à atteindre une moyenne de 20 % en 2014 ou 30 % en 2021¹³, s'alignant ainsi avec l'objectif de 30 % pour le Canada (loi 58-101) ou de 25 % pour les É.-U. (loi californienne). Cette évolution a été appuyée par tout l'intérêt qu'a suscité ce sujet dans le monde universitaire par la production des papiers et dans le monde professionnel par la production des différents rapports qui décrivent la place de la femme au sein des différents organes de gouvernance en entreprise. Au-delà de la sphère scientifique, les stéréotypes liés au genre féminin et à l'émergence des législations en faveur de la gouvernance en général et la diversité du genre en particulier ont aussi contribué à cette évolution. Des lois et des règlements qui existaient déjà bien avant, mais qui ont pris un essor dans les années 2000 avec l'avènement de la loi Sarbanes-Oxley aux É.-U. et du Règlement 58-101 au Canada.

Maintes recherches ont essayé d'étudier l'importance de la diversité du genre et son apport pour la performance de la firme, sa réputation et son coût du capital, etc. (Luo et al., 2018 ; Bliss et Gul, 2012; Ahmed et Ali, 2017; Kagzi et Guha, 2018 ; Almarayeh, 2021). Cependant, les preuves empiriques restent mitigées et peu concluantes. C'est dans le même sens de ces travaux que notre travail de recherche vise à examiner l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration sur la perception des créanciers,

¹³ Voir Bordex 2021 et Catalyst 2007

notamment les obligataires vis-à-vis du risque de défaut de la firme. En examinant un échantillon d'obligations émises par des firmes nord-américaines et en employant plusieurs techniques et méthodes économétriques, nos résultats prouvent une relation significative et positive entre la présence féminine au sein du CA et la perception des obligataires au sujet de l'insolvabilité de la firme. Nous poussant ainsi à dire que les créanciers obligataires prennent en compte la diversité du genre au sein du conseil d'administration comme un élément important qui permettrait d'augmenter la performance de la firme (Liu et al., 2014 ; Chen et al., 2018), d'améliorer la confiance des créanciers (Maurizio et al., 2019) et réduire ces coûts d'agence (Abad et al., 2017), ce qui se traduit par une réduction de son risque d'insolvabilité et par conséquent une diminution du niveau des rendements exigés à leur investissement. Lequel rendement constitue un coût pour l'entreprise, qui se veut performante.

Face aux résultats attendus, qui est de trouver une relation de sens contraire entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire exprimée par notre première hypothèse de recherche, la trouvaille est satisfaisante. Les résultats montrent que la diversité par le biais de la participation féminine au sein des conseils d'administration des entreprises nord-américaines a un impact significatif et négatif sur le coût de la dette obligataire, s'alignant ainsi aux résultats de Usman et al. (2019), Liu et al. (2014) ou Maurizio et al. (2019).

Au-delà de tester le modèle de base, nous avons effectué une analyse approfondie (conformément à notre deuxième et troisième hypothèse) ; celle de trouver les résultats non influencés par une représentation disproportionnée des données par secteur ou par pays ; celle de n'avoir pas oublié une variable importante dans la détermination de la variabilité du coût de la dette obligataire pouvant changer nos résultats de base ; celle de n'avoir pas pris en compte une mesure biaisée ou représentative de la diversité du genre ; celle d'utiliser une variable instrumentale pour corriger un probable problème d'endogénéité et celle de prendre en compte les périodes troubles économiquement (où les agents économiques changent de comportement). Après toutes ces analyses, nous

sommes arrivés à la même affirmation que nos hypothèses alternatives, constituant ainsi un élément de robustesse dans notre recherche.

4.2. CONTRIBUTIONS

Compte tenu de la rareté des preuves empiriques sur la relation entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire, et étant donné que les preuves empiriques disponibles dans la littérature ne se focalisent que sur l'un ou l'autre, notre étude est venue compléter ce vide empirique en se démarquant du fait de l'utilisation de l'écart obligataire comme mesure du coût de la dette obligataire là où Usman et al. (2019) utilise le taux d'intérêt. Lorsque la plupart des papiers se concentrent sur la performance par rendement, nous avons abordé le sujet en montrant la performance par la diminution du coût, ce qui ajoute de l'originalité de notre travail. Contrairement à Usman et al. (2019), qui ont traité la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette bancaire, nous nous démarquons en considérant un autre type de créanciers qui est les obligataires dont leur perception pourrait être différente des banques (en considérant que dans les banques disposent de l'expertise, de la compétence et d'une facilité d'accès à l'information pour évaluer le risque de défaut dont les obligataires ne détiennent pas toujours) et aussi à cause de l'importance et du poids du marché obligataire comme le souligne Boubakri, El ghoul, Guedhami et Samet (2015) en relevant la valeur de 4,6 mille milliards de dollars pour les nouvelles émissions d'obligataires américaines pour la période 1997-2008 contre 1,5 mille milliard des nouvelles émissions d'actions pour la même période.

Nous avons mené notre recherche sur une économie (nord-américaine) où le système financier est très développé, le comportement des partenaires est différent contrairement à certains pays où le système financier n'est pas autant développé comme les pays de l'Amérique latine ou de l'Afrique subsahariens. Dans ces pays, les crises financières ou sanitaires n'ont jamais eu le même impact comparativement aux pays occidentaux. Une preuve que la mentalité financière est différente.

Par ailleurs, les recherches menées au sujet de la diversité du genre sont, principalement, dominées par les États-Unis comme cadre d'analyse, probablement en raison de la disponibilité des données et le fait qu'il est le marché financier le plus développé. En outre, les analystes ont tendance à généraliser les résultats pour le contexte canadien en raison d'un certain rapprochement géographique, économique, réglementaire, culturel, etc. Cependant, le Canada, même avec ces similarités avec les États-Unis, présente un contexte qui pourrait être différent, notamment au sujet de la gouvernance d'entreprise. En effet, là où le système de gouvernance américain est caractérisé par l'approche « fondée sur des règles » (respect obligatoire des exigences), celui du Canada est qualifié d'approche « fondée sur des principes » (se conformer ou divulguer), s'adaptant ainsi à son marché des capitaux qui est composé principalement de petites entreprises financièrement incapables de se conformer à des exigences de gouvernance plus strictes et inflexibles, et les entreprises canadiennes cotées en bourses sont pour la plupart détenues par des familles (Ghouma et al., 2018). Donc, le choix des firmes américaines ainsi que canadiennes nous a permis de tester si les obligataires se comportent différemment vis-à-vis les obligations émises dans le contexte américain et/ou canadien.

En gros, et dans un contexte post-réglementation, il était question d'apporter une preuve que la présence de la femme était toujours perçue comme un élément positif, de crédibilité par les partenaires extérieures participant ainsi dans la diminution du coût obligataire.

4.3. LIMITES ET PISTES DE RECHERCHE

Comme le cas de toutes recherches académiques, dans cette section, nous présentons les limites de notre recherche en essayant de répondre à ces faiblesses, suggérant ainsi des pistes de recherches potentielles.

Premièrement, et de la même façon que l'équilibre recherché avec la diversité, c'est pour profiter des attributs sociologiques des hommes et des femmes, tout en cherchant à minimiser les faiblesses. Mais, l'apologie de la diversité du genre doit garder

cette idée et ne pas virer dans une obsession de la féminité (par exemple en ayant une quasi-totalité des administrateurs femmes au sein du conseil). Ceci pourrait être un élément défavorable dans le développement de la gouvernance. D'où, l'importance de mener une recherche sur le seuil maximum d'influence significative de la diversité du genre sur la performance ou sur la perception positives des prêteurs.

Deuxièmement, une étude dans un contexte international considérant différents contextes d'économies (nord-américaine, européenne occidentale, européenne orientale, Maghrébine, Afrique Subsaharienne, Pays du golfe et Asiatique de l'Est) pourrait ajouter et contribuer aux preuves empiriques au sujet de l'apport de la diversité du genre.

Troisièmement, et dans le contexte canadien, une étude qui pourrait distinguer entre le Québec et d'autres provinces anglophones pourrait être intéressante dans le sens où le Canada est parmi les rares pays qui présentent deux systèmes juridiques : le Civil law et le Common law dont le niveau de protection des investisseurs pourrait être différent.

Quatrièmement, nous avons utilisé l'écart obligataire (SPREAD) comme mesure du coût de la dette, alors que d'autres se sont focalisés sur le taux d'intérêt bancaire comme proxy pour le coût de la dette (Usman et al., 2018; Luo et al., 2018 dans le contexte chinois). Donc, de prochaines études peuvent exploiter l'idée d'utiliser les deux mesures du coût de la dette afin d'en faire une comparaison des résultats d'analyses et d'estimer les effets marginaux des différentes variables d'intérêts.

Cinquièmement, l'utilisation de la notation financière comme variable dépendante pour examiner la perception des agences de notations des obligations au sujet de la présence féminine au sein du conseil d'administration permettrait d'approfondir les résultats ; parce que les agences de notation se procurent d'une certaine expertise que les obligataires ne détiennent pas. Elle se base sur des analyses plus strictes et poussées pour évaluer le risque de défaut des firmes.

Enfin, la méthode des équations structurelles pourrait être employée pour vérifier l'existence des facteurs intermédiaires qui influencent la relation entre la diversité du genre au sein du conseil d'administration et le coût de la dette obligataire, comme c'est déjà le cas avec le facteur du capital intellectuel ou des facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (Ouni et al., 2020, et Ouni et al., 2022).

CONCLUSION

L'objectif de notre recherche est de répondre à la question de recherche suivante : la diversité du genre au sein du conseil d'administration (BGD) comme étant un attribut de la qualité de la gouvernance d'entreprise impacte-t-elle la perception des créanciers, spécifiquement les obligataires vis-à-vis du niveau d'insolvabilité de la firme. En d'autres termes, la BGD affecte-t-elle le coût de la dette obligataire. Si oui, dans quel sens?

Pour répondre à cette question, nous avons mené une série de fusions entre plusieurs bases de données tels que DATASTREAM, SDC Global New Issues Database et la base de la Banque Mondiale pour construire l'échantillon de l'étude. Notons que nous avons commencé par la sélection de l'ensemble des firmes américaines et canadiennes dans la base de données DATASTREAM. Mais, après une série de fusions, des filtres et de traitement des données, nous n'avons gardé que les firmes dont on détient l'information complète au sujet de la diversité du genre et les données financières. Par la suite, nous avons complété notre échantillon par les données au sujet de l'émission des obligations en provenance de la base de données SDC Global New issue. Nous avons, finalement, réussi à considérer un échantillon de 4.163 obligations émises par 879 firmes américaines et canadiennes cotées en bourse durant la période 2002-2021.

Au sujet de nos variables, l'écart obligataire, calculé par la différence entre les rendements à l'échéance de chaque obligation des firmes et les rendements à l'échéance d'une obligation du gouvernement canadien ou américain, selon le cas, ayant la même (ou le plus proche) maturité, est utilisé comme *proxy* du coût de la dette obligataire. Alors que, le pourcentage de femmes siégeant au conseil d'administration pendant les trois années précédant l'année d'émission de l'obligation (BGD) est considéré comme notre mesure principale de la diversité du genre au sein du conseil d'administration.

En menant des analyses de régressions multiples par MCO et d'autres méthodes d'estimations alternatives (2SLS ou GMM), nos résultats de recherche sont prometteurs à tous égards. En effet, et dans un souci de contribuer à la littérature financière au sujet de

la gouvernance d'entreprise, nous avons trouvé des résultats robustes allant dans le sens de nos hypothèses de recherche qui prédisaient une relation significative de sens inverse entre BGD et coût de la dette obligataire. Ce qui confirme l'importance de la représentativité féminine dans l'amélioration de l'efficacité du conseil d'administration comme étant un mécanisme très stratégique de la gouvernance d'entreprise. Ce qui permettrait de rassurer les investisseurs au sujet de la santé financière de la firme et donc sa capacité solvable.

Nos résultats de recherche sont cohérents aussi avec la théorie de l'échelon supérieur de Hambrick et Mason qui stipule que les caractéristiques internes (diversité du genre) d'une entreprise peuvent influencer la performance d'une entreprise. Que la différence entre homme et femme constitue une valeur ajoutée dans une entreprise (Carter et al. 2003 ; Dardour et al., 2018) et dans notre cas, la diminution du coût de la dette. Pas seulement cette précédente théorie, nous nous alignons aussi sur la théorie de la dépendance des ressources et du capital humain, en ce sens que la culture de la diversité matérialisée par la représentativité de la femme au conseil d'administration, choisie pas seulement sur base de son sexe, mais surtout pour ses compétences, a un impact direct et indirect (Ouni et al., 2022) sur la diminution du coût de la dette obligataire considérée comme ressources importantes à conserver. Les résultats de notre étude soutiennent enfin la perspective de la théorie approche/inhibition du pouvoir puisqu'ils révèlent la mise en symbiose de deux strates (les moins représentées et plus représentées) au sein du conseil d'administration. Les rapports de forces font en sorte que la première strate se mette dans une position d'inhibition, préférant prendre moins des risques que l'autre strate (Abou-El-Sood, 2021), d'où la bonne perception de la présence de plus en plus représentative des femmes par les créanciers obligataires.

Notre étude contribue à la littérature académique qui traite de l'importance de la diversité et la représentativité féminine au sein du conseil d'administration. De plus, et contrairement à la majorité des études antérieures qui se focalisent sur la performance et la valeur de la firme pour les actionnaires, notre étude considère la perception d'un acteur

aussi important dans le marché des investisseurs, spécifiquement les obligataires. Par ailleurs, et à l'opposé des quelques papiers qui ont traité le sujet en analysant les intérêts des emprunts bancaires (Usman et al, 2018; Luo, Huang, Li et Ling, 2018, etc.), notre étude traite de l'écart obligataire comme mesure du coût de la dette. Finalement, l'originalité de ce travail est qu'il arrive dans une période post réglementation et prend en compte l'influence des périodes des crises financière et sanitaire.

En somme, nos preuves empiriques peuvent être pertinentes pour : *i)* les firmes qui se cherchent des coûts de financement plus faibles; *ii)* pour les décideurs politiques qui cherchent à évaluer les résultats des textes réglementaires au sujet de la diversité et à justifier d'autres lois potentielles; et *iii)* pour les obligataires qui cherchent à mieux évaluer le risque d'insolvabilité des firmes.

C'est ainsi qu'en tenant en considération les limites et faiblesses de notre travail, nous pensons que les résultats de cette recherche fournissent une base empirique solide pour de futures recherches et analyses sur l'impact de la diversité du genre au sein du conseil d'administration.

BIBLIOGRAPHIE

- Abad, D., Lucas-Pérez, M. E., Minguez-Vera, A., et Yagüe, J. (2017). Does gender diversity on corporate boards reduce information asymmetry in equity markets? *BRQ Business Research Quarterly*, 20(3), 192-205.
- Abou-El-Sood, H. (2021). Board gender diversity, power, and bank risk taking. *International Review of Financial Analysis*, 75.
- Adams, R. et Ferreira, D. (2004). *Gender Diversity in the Boardroom*. European Corporate Governance Institute. Working Paper N°. 57/2004.
- Adams, R. et Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Ahern, K.R., et Dittmar, A.K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137–197.
- Ahmed, A. et Ali, S. (2017). Boardroom gender diversity and stock liquidity: evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 13(2), 148-165.
- Al-Shaer, H., et Zaman, M. (2016). Board gender diversity and sustainability reporting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 12(3), 210-222.
- Alexander J.A., Fennell, M., L., et Halpern, M., T. (1993). Leadership instability in hospitals: the influence of board-CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly*, 38, 74-99.
- Allemand, I. et Brullebaut, B. (2014). Le capital humain des femmes récemment nommées dans les conseils d'administration des sociétés françaises cotées à Paris. *Management International*, 18(3), 20-31.

- Almarayeh, T. (2021). Board gender diversity, board compensation and firm performance. Evidence from Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Almor, T., Bazel-Shoham, O. et Lee, S. M. (2022). The dual effect of board gender diversity on R&D investments. *Long Range Planning*, 55(2), 101884.
- Anderson, R., Mansi, S. et Reeb, D. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- Anderson, R., Mansi, S. et Reeb, D. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Asaoka, D. (2022). *Financial management and corporate governance*. World Scientific Books, World Scientific Publishing Co. Pte. Ltd., number 12726.
- Bhagat, S. et Black, B. (2000). Indépendance du conseil d'administration et performance corporative. *Gouvernance Revue Internationale*, 1(1), 68-95.
- Barnhart, S. et Rosenstein, S. (1998). Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: An Empirical Analysis. *Financial Review*, 33(4), 1-16.
- Bear, S., Rahman, N., et Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of business ethics*, 97(2), 207-221.
- Berle, A. A., et Means, G. C. (1932). The modern corporation and private property. *New Brunswick. NJ: Transaction*.
- Berthelot, S. , Morris, T. et Morrill, C. (2010). Côte de gouvernance d'entreprise et performance financière : une étude canadienne. *Gouvernance d'entreprise*, 10(5), 635-646.

- Bhojraj, S., et Sengupta, P. (2003). Effects of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business*, 76, 455–476.
- Bliss, M. A., et Gul, F. A. (2012). Political connection and cost of debt: Some Malaysian evidence. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1520-1527.
- Borisova, G., et Megginson, W. L. (2011). Does government ownership affect the cost of debt? Evidence from privatization. *The Review of Financial Studies*, 24(8), 2693-2737.
- Borisova, G., Fotak, V., Holland, K., et Megginson, W. L. (2015). Government ownership and the cost of debt: Evidence from government investments in publicly traded firms. *Journal of Financial Economics*, 118(1), 168-191.
- Boubaker, S., Dang, R. et Nguyen, D. (2014). Does board gender diversity improve the performance of French listed firms? *Gestion 2000*, 31, 259-269.
- Boubakri, N., El Ghouli, S., Guedhami, O., et Samet, A. (2015). The Effects of Analyst Forecast Properties and Country-Level Institutions on the Cost of Debt. *The Journal of Financial Research*, XXXVIII(4), 461-493.
- Boubakri, N. et Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2481 – 2499.
- Boujenoui, A., Bozec, R. et Zeghal, D. (2004). Analyse de l'évolution des mécanismes de gouvernance d'entreprise dans les sociétés d'État au Canada. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 7, 95-122.
- Boulerne, S. et Sahut, J. M. (2010). Les sources d'inefficacité des mécanismes de gouvernance d'entreprise. *Management & Avenir*, 33(3), 374-387.

- Boulouta, I. (2013). Hidden connections: The link between board gender diversity and corporate social performance. *Journal of business ethics*, 113(2), 185-197.
- Bradley, M. et Chen, D. (2015). Does board independence reduce the cost of debt ? . *Financial Management*, 44(1), 15-47.
- Brouard, F. et Di Vito, J. (2008). *Identification des mécanismes de gouvernance applicables aux PME*. 9e Congrès international francophone en entrepreneuriat et PME, Louvain-la-Neuve, Belgique.
- Campbell, K., Mínguez-Vera, A. (2008). Diversité des genres dans les conseils d'administration et performances financières des entreprises. *Journal of Business Ethics*, 83, 435–451.
- Carassus, D. et Gardes, N. (2005). *Audit légal et gouvernance d'entreprise : une lecture théorique de leurs relations*. Colloque de l'IAAER, Bordeaux, France.
- Carter, D. A., Simkins, B. J. et Simpson, G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value. *The Financial Review*, 38, 33-53.
- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B.J. et Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance an International Review*, 18(5), 396-414.
- Chaganti R.S., Mahajan, V. et Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failures in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22(4), 400-417.
- Charreaux G. (1997). *Le gouvernement des entreprises : Corporate Governance, Théories et Faits*. Economica, Paris, 1997.
- Charreaux, G. (2000). Le conseil d'administration dans les théories de la gouvernance. *Revue du Financier*, 127, 6-17.

- Chen, J., Leung, W. S. et Evans, K. P. (2018). Female board representation, corporate innovation and firm performance. *Journal of Empirical Finance*, 48, 236-254.
- Clarke, T. (2022). *Comparative Corporate Governance: A Research Overview (1st ed.)*. Routledge.
- Cucinelli, D., Schwizer, P., & Soana, G. (2011). The relationship between board diversity and firms performance: the Italian evidence.
- Dardour, A., Toumi, N. B. F. et Boussaadaa, R. (2018). Composition du conseil d'administration et divulgation d'informations RSE. *Revue Finance Contrôle Stratégie*, 21(N° Spécial), 61-92, October.
- Dauphin, F., Allaire, Y. et Sambiani, M. (Février 2021). *Les enjeux de la diversité à la direction et aux conseils d'administration des sociétés ouvertes*. Rapport mensuel. Institut sur la gouvernance d'organisations privées et publiques.
- Eagly, A. H. (1987). Sex differences in social behavior: A social-role interpretation. *Hillsdale, NJ: Erlbaum*.
- Eagly, A. (2009). The his and hers of prosocial behavior: An examination of the social psychology of gender. *The American Psychologist*, 64(8), 644-668.
- Ellul, A., Guntay, L. et Lel, U. (2005). *Gouvernance externe et agence de la dette Coûts d'Entreprises familiales*. Document de travail. Indiana University.
- Faccio, M., Marchica, M. T. et Mura, R. (2016). CEO gender, corporate risk-taking, and the efficiency of capital allocation. *Journal of Corporate Finance*, 39, 193-209.
- Fields, L. P., Fraser, D. R., et Subrahmanyam, A. (2012). Board quality and the cost of debt capital: The case of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 36(5), 1536-1547.

- Finet, A. et Labelle, R. (2004). Analyse des facteurs influençant les modifications des équipes dirigeantes sur le NASDAQ et l'OTC. *Finance Contrôle Stratégie*, 7, 233-251.
- Galia, F. et Zenou, E. (2013). La diversité du conseil d'administration influence-t-elle l'innovation ? L'impact de la diversité de genre et d'âge sur les différents types d'innovation. *Management & Avenir*, 66, 152-181.
- Garanina, T. et Muravyev, A. (2021). The gender composition of corporate boards and firm performance: Evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 48, 100772.
- Ghouma, H. (2008). *Essays on governance, managerial opportunism and debt costs and ratings* (Thèse de doctorat en administration). HEC Montréal, Université du Québec à Montréal, Montréal (Québec, Canada).
- Ghouma, H., Ben-Nasr, H. et Yan, R. (2018). Corporate governance and cost of debt financing: empirical evidence from Canada. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.
- Ghouma, H. et Ouni, Z. (2022a). The sovereign wealth funds risk premium: Evidence from the cost of debt financing. *Journal of Corporate Finance*, 76. 102255.
- Ghouma, H. et Ouni, Z. (2022b). SWF investments and debt maturity of target firms: An International evidence. *Finance Research Letters*, 46(A), 102312.
- Givord, P. (2014). Méthodes économétriques pour l'évaluation de politiques publiques. *Économie & prévision*, 204-205, 1-28.
- Global Gender Balance Report (2021). Boardex.
- Godard, L. (2001). La taille du conseil d'administration : déterminants et impact sur la performance. *Cahier du FARGO n°1010702*.

- Goodstein J. Gautam K. et Boeker W. (1994). The Effects of Board Size and Diversity on Strategic Change. *Strategic Management Journal*, 15, 241-250.
- Hambrick, D. C. et Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, 9(2), 193-206.
- Jaeger, J. (2020, 3 novembre). *Les lois sur la diversité des conseils d'administration des États émergents encouragent une approche proactive*. Semaine de conformité.
- Jensen, M. et Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency cost, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. et Zajac, E. J. (2004). corporate elites and corporate strategy: how demographic preferences and structural position shape the scope of the firm. *Strategic Management Journal*, 25(6), 507-524.
- Kagzi, M. et Guha, M. (2018). Board demographic diversity: a review of literature. *Journal of Strategy and Management*, 11(1), 33-51.
- Klein, P., Shapiro, D. et Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firm value. *Economy*, 13(6), 769-784.
- Klock, M. S., Mansi, S. A., et Maxwell, W. F. (2005). Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of financial and quantitative analysis*, 40(4), 693-719.
- Krafft, J., Qu Y., et Ravix, J. L. (2011). Gouvernance d'entreprise et performances sectorielles : une réévaluation de la fiabilité des scores et des mesures de bonne gouvernance. *Économie & prévision*, 197-198(1-2), 145-158.
- La rocca, M., Neha, N. et La Rocca, T. (2020). Female management, overconfidence and debt maturity: European evidence. *Journal of Management and Governance*, 24(1).

- Larkin, M. B., Bernardi, R. A., et Bosco, S. M. (2012). Board gender diversity, corporate reputation and market performance. *International Journal of Banking and Finance*, 9(1), 1-26.
- Li, Y. et Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320.
- Luo, J. h., Huang, Z., Li, X. et Lin, X. (2018). Are Women CEOs Valuable in Terms of Bank Loan Costs? Evidence from China. *Journal of Business Ethics*, 153, 337-355.
- Liu, Y., Wei, Z. et Xie, F. (2014). Do women directors improve firm performance in China? *Journal of Corporate Finance*, 28, 169-184.
- MacDougall, A., Valley, J. et Jeffrey, J. (2021). *Pratiques de divulgation en matière de diversité - La diversité au sein de la direction et des conseils d'administration des sociétés ouvertes canadiennes*. Osler, Hoskin & Harcourt.
- McFarland, J. (2002). How ROB created the rating system. *The Globe and Mail*, 7 October, B6.
- Naciri, A. (2006). *Traité de gouvernance corporative: théories et pratiques à travers le monde*. Presses de l'Université Laval.
- Navette, P., (2016), *comment lutter contre l'endogénéité dans les études empiriques de « Corporate Finance »?* Université de Rennes 1.
- Nguyen, T., Locke, S. et Reddy, K. (2015). Does boardroom gender diversity matter? Evidence from a transitional economy. *International Review of Economics & Finance*, 37, 184-202.
- Nguyen, T., Nguyen, A., Nguyen, M. et Truong, T. (2021). Is national governance quality a key moderator of the boardroom gender diversity–firm performance

- relationship? International evidence from a multi-hierarchical analysis. *International Review of Economics and Finance*, 73, 370-390.
- Nguyen, T. X. H. et Dang, H. N. (2022). Impact of corporate governance and ownership on business performance: A case study of Vietnam. *Problems and Perspectives in Management*, 20(2), 96-106.
- Nicolò, G., Sannino, G. et De Lorio, S. (2021). Gender diversity and online intellectual capital disclosure: Evidence from Italian-listed firms. *Journal of Public Affairs*, 22(4), e2706.
- Ouellet, E. (2005). Guide d'économétrie appliquée pour Stata, pour ECN 3950 et FAS 3900. Université de Montréal.
- Ouni, Z., Ben Mansour, J. et Arfaoui, S. (2020). Board/Executive Gender Diversity and Firm Financial Performance in Canada: The Mediating Role of Environmental, Social, and Governance (ESG) Orientation. *Sustainability*, 12(22), 8386.
- Ouni, Z., Ben Mansour, J. et Arfaoui, S. (2022). Corporate Governance and Financial Performance: The Interplay of Board Gender Diversity and Intellectual Capital. *Sustainability*, 14(22), 1-22.
- Owen, A. L. et Temesvary, J. (2018). The performance effects of gender diversity on bank boards. *Journal of Banking and Finance*, 90, 50-63.
- Papangkorn, S., Chatjuthamard, P., Jiraporn, P. et Chueykamhang, S. (2021). Female directors and firm performance: Evidence from the Great Recession. *International Review of Finance*, 21(2), 598-610.
- Pearce, J. A. et Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Pennings J. (1980). *Interlocking Directorates*. Jossey-Bass. Washington.

- Pfeffer, J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218-228.
- Pfeffer, J. (1973). Size, composition, and function of hospital boards of directors: a study of organization environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18, 349-364.
- Pletzer, J. L., Nikolova, R., Kedzior, K. K. et Voelpel, S. C. (2015). Does Gender Matter? Female Representation on Corporate Boards and Firm Financial Performance - A Meta-Analysis. *PLOS ONE*, 10(6), e0130005.
- Pichard-Stamford, J., P. (1998). *La légitimation du dirigeant par le réseau des administrateurs*. Journées Internationales de l’AFFI, Juillet.
- Post, C., et Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*.
- Rebérioux, A., et Roudaut, G. (2018). Le conseil d’administration : enjeux de gouvernance et de responsabilité. *Revue d’économie financière*, 130(2), 163-180.
- Règlement modifiant le Règlement 58-101 sur l’information concernant les pratiques en matière de gouvernance, Autorité Canadienne en Valeurs Mobilières, 15 octobre 2014.
- Roberts, M. R. et Whited, T. M. (2012). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *Simon School Working Paper*, FR 11-29.
- Sfar, B. T. D. et Léger-Jarniou, C. (2012). L'impact de l'intervention des administrateurs externes et de la taille du conseil sur la performance des entreprises : Application au contexte tunisien. *La Revue des Sciences de Gestion*, 254(2), 81-87.

- Shleifer, A. et Vishny, R. W. (1997). Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Soare, T. M., Detilleux, C. et Deschacht, N. (2022). The impact of the gender composition of company boards on firm performance. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 71(5), 1611-1624.
- Terjesen, S., Couto, E. B. et Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity. *Journal of Management & Governance*, 20, 447-483.
- Toé, M. (2014). Diversité du genre au Conseil d'Administration : vers une amélioration de la gouvernance des entreprises ? *Gestion 2000*, 31, 87-113.
- Tyrowicz, J., Terjesen, S. et Mazurek, J. (2020). All on board? New evidence on board gender diversity from a large panel of European firms. *European Management Journal, Elsevier*, 38(4), 634-645.
- Usman, M., Farooq, M.U., Zhang, J., Makki, M.A.M. et Khan, M.K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392.
- Vernier, E., Dannon, H. et Dumoulin, R. (2017). Diversité du conseil d'administration et politique de dividende des grands groupes bancaires systémiques : théories et investigations empiriques. *Management & Sciences Sociales*, 23, 48-61.
- Wintoki M. B, Linck J. S. et Netter J.M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105, 581-606.

ANNEXES

Annexe A - Définition des variables

Variables	Signe attendu	Description	Source
Variable Dépendante			
SPREAD		Ou écart obligataire, c'est la Différence entre les rendements à l'échéance de chaque obligation de société moins le rendement à l'échéance d'une obligation du gouvernement canadien ou américain, selon le cas, ayant la même (ou le plus proche) maturité.	SDC Global New Issues Database
Variables Indépendantes			
BGD	-	Pourcentage de femmes siégeant au conseil pendant les trois années précédant l'année d'émission de l'obligation.	Datastream
ExMemGD	-	Pourcentage de femmes membres de l'exécutif pour les trois années précédant l'année d'émission de l'obligation.	Datastream
WomManagScore	-	Le pourcentage de femmes managers par rapport au nombre total de managers sur les trois années précédant l'année d'émission de l'obligation.	Datastream
FemInParliament	-	Pourcentage des femmes du nombre total de sièges au Parlement.	IMD World Competitiveness Center DataBase
Variables de Contrôle			
FirmSize	-	Taille de l'entreprise pour l'année précédant l'année d'émission de l'obligation. Calculé comme le logarithme naturel du total des actifs en millions de dollars américains.	Datastream
ROA	-	Rendement des actifs de l'année précédant l'année d'émission de l'obligation. Calculé comme le rapport entre le bénéfice net de l'entreprise et le total de l'actif.	Datastream
Leverage	+	L'effet de levier. Ratio de la dette totale sur le total des actifs pour l'année précédant l'année d'émission de l'obligation	Datastream

Risk	+	Risque opérationnel de l'entreprise. Calculé comme le logarithme naturel de l'écart type des ventes nettes pour les cinq années précédant l'année d'émission de l'obligation.	Datastream
IssueSize	+	Montant de l'offre d'émission obligataire pour 1 million de dollars américains	SDC Global New Issues Database
Maturity	+	Années d'obligation jusqu'à l'échéance	SDC Global New Issues Database
Call	-	Variable muette égale à 1 si l'obligation est remboursable ; 0 sinon	SDC Global New Issues Database
Sub	+	Variable muette égale à 1 si l'obligation est subordonnée ; 0 sinon	SDC Global New Issues Database
Inflation	+	Taux d'inflation annuel de l'année précédant l'émission obligataire (%), ou dernier disponible	World Bank
GDP	-	Taux de croissance annuel en % du PIB par habitant pour l'année précédant l'émission d'obligations, ou dernière année disponible	World Bank
Rating	-	La notation de l'obligation. Variable ordinale prenant une valeur de 1 à 7 qui représente les notations des obligations S&P. Pour plus de détails sur la procédure de transformation, voir l'annexe B	SDC Global New Issues Database.
Crisis	+	Variable muette qui prend la valeur 1 si l'année d'émission de l'obligation est 2008. 2009. 2010 ou 2020 ; 0 sinon	SDC Global New Issues Database

Annexe B - Notation des crédits S&P et transformations

S&P Initial Ratings	Transformations
AAA	7
AA+	6
AA	6
AA-	6
A+	5
A	5
A-	5
BBB+	4
BBB	4
BBB-	4
BB+	3
BB	3
BB-	3
B+	2
B	2
B-	2
CCC+	1
CCC	1
CCC-	1
CC	1
C	1
D	1

Annexe C - Récapitulatif des quelques papiers dans la littérature

Auteurs	Sujet ou Modèle	Cadre d'analyse	Période d'étude	Sens de la relation
Usman, Zhang, Makki et Khan (2019)	Les femmes administratrices et le coût de la dette (taux d'intérêt) : la diversité des genres dans les conseils d'administration est-elle importante pour les prêteurs ?	China (les sociétés cotées en actions A sur les bourses de Shanghai et de Shenzhen)	2009 – 2015	Relation négative et significative entre les femmes administratrices et le coût de la dette. Leur présence réduit le comportement opportuniste et l'asymétrie informationnelle.
Ghouma, Ben Nasr et Yan (2018)	Gouvernance d'entreprise et coût du financement par emprunt : preuves empiriques du Canada	Canada	1986 – 2014	Relation négative entre la gouvernance et coût de la dette.
Adams et Ferreira (2009)	Les femmes dans les conseils d'administration et leur impact sur la gouvernance et la performance (Q de Tobin)	É.-U. (S&P 1500)	1996 – 2003	Les femmes influencent positivement la gouvernance et négativement la performance (dû aux entreprises ayant moins de défenses contre les OPA).
Adams et Ferreira (2004)	La diversité du genre dans le conseil. Corrélation entre la variabilité du rendement boursier, la structure de la rémunération des administrateurs et la diversité du genre dans les conseils d'administration	S&P 500	1998	La diversité du genre influe négativement sur la variabilité du rendement des actions, positivement sur la structure de rémunération et le nombre de réunions.
Li et Zhang (2018)	Impact de la composition par sexe du conseil d'administration sur les structures d'échéance de la dette des entreprises	É.-U. (S&P 1500)	1997 – 2016	Relation positive et significative entre la présence des femmes et les dettes à court terme.
Anderson, Mansi et Reeb (2004)	Caractéristiques du conseil d'administration, intégrité des rapports comptables et coût de la dette	É.-U. (S&P 500)	1993 – 1998	Relation de sens inverse entre le coût de la dette d'avec l'indépendance et la taille du conseil d'administration.

Bhojraj et Sengupta (2003)	Effet de la gouvernance d'entreprise sur les notations et les rendements des obligations : le rôle des investisseurs institutionnels et des administrateurs externes	É.-U. (émissions obligataires industrielles)	1991 1996	– Lien entre les mécanismes de gouvernance d'entreprise et des notations obligataires plus élevées (sens positif) et des rendements obligataires plus faibles (sens négatif).
Boubakri et Ghouma (2010)	Structure de contrôle et de propriété, protection des droits des créanciers et coût du financement par emprunt : preuves internationales	Europe et Asie	1994 2002	– La propriété ultime et le contrôle familial ont un effet positif et significatif sur les écarts de rendement des obligations, et un effet négatif et significatif sur les notations des obligations.
Maurizio, Tiziana et Neha (2019)	Management féminin, excès de confiance et maturité de la dette : données européennes	Europe	2005 2008	– Relation de sens positif entre le management féminin et le niveau de financement de la dette à court terme.
Post et Byron (2015)	Femmes dans les conseils et performance financière des entreprises : une méta-analyse	Monde (35 pays)	1989 2014	– Relation est soit de sens positif entre la présence des femmes et la performance financière pour les pays (où il y a une forte protection des actionnaires et où la parité entre sexes est élevée) ou négatif (pour le contraire).
Luo, Huang et Lin (2018)	Les femmes PDG sont-elles utiles en termes de coûts de prêt bancaire ? Preuve de la Chine	Chine	2006 2012	– Relation de sens négatif entre les femmes PDG et les coûts de prêt bancaire. Mais aucun impact pour les femmes au sein du conseil d'administration.
Klock, Mansi et Maxwell (2005)	La gouvernance d'entreprise est-elle importante pour les détenteurs d'obligations ?	S&P 500	1990 2000	– Relation de sens inverse entre la gouvernance (disposition anti OPA et protection des actionnaires) et le coût du financement par emprunt.
Borisova et Megginson (2011)	La propriété de l'État affecte-t-elle le coût de la dette ? Preuve de la privatisation	Europe	2001 2009	- Relation négative entre la propriété de l'État et le coût de la dette. La privatisation étant une mauvaise chose pour les créanciers.
Bliss et Gul (2012)	Lien politique et coût de la dette : quelques preuves malaisiennes	Malaisie	2001 2004	– Le lien politique dans une entreprise affecte la hausse des taux d'intérêt (+).

Borisova, Fotak, Holland et Megginson (2015)	Propriété de l'État et coût de la dette : preuves des investissements publics dans les entreprises cotées en bourse	Monde (43 pays)	1991 – 2010	Relation négative entre la propriété de l'État et le coût de la dette.
Bernardi, Bosco et Colum (2009)	La représentation féminine dans les conseils d'administration est-elle associée à la liste des « entreprises les plus éthiques » ?	USA	2007	Le pourcentage plus élevé de femmes au sein du conseil d'administration d'une entreprise du Fortune's 500 est associé à l'inscription de l'entreprise sur la liste des entreprises les plus éthiques au monde du magazine Ethisphere.
Vernier, Dannon et Dumoulin (2017)	Diversité du conseil d'administration et politique de dividende des grands groupes bancaires systémiques : théories et investigations empiriques	France	2010 – 2015	- La présence des femmes et des administrateurs indépendants influent négativement sur la distribution de dividende et la dualité du style de leadership est positivement reliée à la distribution de dividende.
Dardour, Toumi et Boussaadaa (2018)	Composition du conseil d'administration et divulgation d'informations RSE (Responsabilité sociétale des entreprises)	France	2008 – 2015	- Relation positive entre la diversité (de genre et de nationalité) au sein du conseil et la divulgation d'informations RSE et absence de lien entre la diversité des formations et la qualité de ces informations.
Faccio, Marchica et Mura (2016)	Genre du PDG, prise de risque de l'entreprise et efficacité de l'allocation du capital	Europe	1999 – 2009	- Aux femmes PDG sont associés un faible effet de levier, des revenus moins volatils, réduction de la prise de risque (entraînant une distorsion dans le processus d'allocation du capital).
Ahmed et Ali (2017)	Diversité des genres dans les conseils d'administration et liquidité des actions : preuves de l'Australie	Australie	2008 – 2013	- Relation de sens positif entre les deux variables
Fields, Fraser et Subrahmanyam (2012)	Qualité du conseil d'administration et coût du capital d'emprunt : le cas des emprunts bancaires	S&P 1500	2002 – 2005	- Relation de sens inverse entre la qualité du conseil et le coût du capital d'emprunt.
Al-Shaer et Zaman (2016)	Diversité hommes-femmes au sein du conseil d'administration et qualité des rapports sur le développement durable	UK (FTSE350)	2012	Relation de sens positif entre la présence des femmes administratrices indépendantes et la qualité des rapports sur le développement durable.

La Rocca, Neha et La Rocca (2019)	Management féminin, excès de confiance et maturité de la dette : Preuve européenne	Europe	2005 – 2008	Relation positive entre le management féminin et l'endettement à CT.
Bilimoria et Piderit (1994)	Composition des comités du conseil : effets des préjugés fondés sur le sexe	S&P 300	1984	Existence d'une préférence basée sur le sexe en ce qui concerne le choix des administrateurs dans différents comités
Richard A. Bernardi, Susan M. Bosco, Katie M. Vassil (2006)	La représentation féminine dans les conseils d'administration est-elle associée à la liste de Fortune des « 100 meilleures entreprises pour lesquelles travailler » ?	Fortune 100 (UK)	1997 – 2001	Relation positive entre le nombre des femmes dans les conseils et l'apparition d'une entreprise dans le top 100 des meilleures entreprises
Stephen Bear, Noushi Rahman et Corinne Post (2010)	L'impact de la diversité du conseil d'administration et de la composition par sexe sur la responsabilité sociale des entreprises et la réputation de l'entreprise	USA	2009	Relation positive entre le % des femmes et la réputation, avec une médiation de la RSE.
Tamar Almor, Ofra Bazel-Shoham, Sang Mook Lee (2022)	Le double effet de la diversité du conseil d'administration sur les investissements en R&D	Monde	1999 – 2014	Relation négative entre la diversité du conseil et les investissements en R&D, mais atténuée par certains éléments.
Sabri Boubaker, Rey Dang, Duc Khuong Nguyen (2014)	La diversité au conseil améliore-t-elle la performance des firmes françaises cotées ?	France	2009 – 2011	Relation négative et non significative entre la présence des femmes et le Q de Tobin.
David A. Carter, Betty J. Simkins et W. Gary Simpson (2003)	Gouvernance d'entreprise, diversité du conseil d'administration et valeur de l'entreprise	Fortune 1000	1997	Relations positives significatives entre la proportion de femmes ou de minorités au sein du conseil d'administration et la valeur de l'entreprise
David A. Carter, Frank D'Souza, Betty J. Simkins, and	La diversité ethnique et de genre des conseils d'administration et des comités du conseil d'administration	S&P 500	1998 – 2002	Aucune relation significative entre la performance financière et la diversité ethnique et de genre

W. Gary Simpson (2010)	aux États-Unis et la performance financière des entreprises				
Jie Chen, Woon Sau Leung, Kevin P. Evans (2018)	Représentation féminine au conseil d'administration, innovation d'entreprise et performance de l'entreprise	UK	1998 – 2006		Représentation féminine au conseil d'administration est positivement associée à la performance uniquement pour les entreprises pour lesquelles l'innovation et la créativité jouent un rôle particulièrement important
Giuseppe Nicolò, Giuseppe Sannino et Serena De Iorio (2021)	Diversité des genres et divulgation du capital intellectuel (DCI) en ligne : témoignages d'entreprises italiennes cotées en bourse	Italie	2019		Relation positive et significative entre la proportion des femmes dans les conseils et de la présence des femmes dans les postes de haute direction et le niveau de DCI
Heba Abou-El-Sood (2021)	Diversité des genres au sein du conseil d'administration, pouvoir et prise de risques bancaires	USA	2002 – 2018		Relation de sens inverse entre la diversité et la prise de risque. Les femmes administratrices s'engagent dans des positions d'investissement risquées lorsque la banque dispose d'une solide base de capital réglementaire.
Yu Liu, Zuobao Wei, Feixue Xie (2014)	Les femmes administratrices améliorent-elles les performances des entreprises en Chine ?	China	1999 – 2011		Relation positive et significative entre la diversité des genres au sein des conseils d'administration et la performance des entreprises.
Tuan Nguyen, Stuart Locke, Krishna Reddy (2015)	La diversité des genres dans les conseils d'administration est-elle importante ? Évidence d'une économie en transition	Vietnam	2008 – 2011		Relation positive entre la mixité du conseil et la performance. L'effet positif marginal sur la performance cesse à partir de 20% des femmes.
Tuan Nguyen, An Nguyen, Mau Nguyen et Thuyen Truong (2021)	La qualité de la gouvernance nationale est-elle un modérateur clé de la relation entre la diversité des genres dans les conseils d'administration et la performance de l'entreprise ? Données probantes internationales issues d'une analyse multi-hiérarchique	Monde (46 pays)	2003 – 2014		La diversité des genres au sein des conseils d'administration ne semble affecter positivement la performance que dans des entreprises opérant dans des pays où les niveaux de qualité de la gouvernance nationale sont supérieurs à la moyenne. L'effet de la diversité des genres sur la performance des entreprises diminue et devient négatif à mesure que la qualité de la gouvernance nationale diminue

Ann L. Owen, Judit Temesvary (2018)	Les effets sur la performance de la diversité dans les conseils d'administration des banques	USA	1999 2015	– La participation des femmes a un effet positif sur la performance dès qu'un seuil de diversité est atteint.
Siri Terjesen, Eduardo Barbosa Couto et Paulo Morais Francisco (2015)	La présence d'administrateurs indépendants et féminins a-t-elle un impact sur la performance de l'entreprise ? Une étude multi-pays sur la diversité au sein des conseils d'administration.	Monde (47 pays)	2010	Les entreprises ayant plus de femmes directrices ont une performance d'entreprise plus élevée par marché (Q de Tobin) et comptable (rendement des actifs). Les résultats suggèrent également que les administrateurs externes indépendants ne contribuent pas à la performance de l'entreprise à moins que le conseil d'administration soit diversifié
Joanna Tyrowicz, Siri Terjesen et Jakub Mazurek, (2020)	Tous au conseil ? Nouvelles preuves de la diversité des genres au sein du conseil d'un large panel d'entreprises européennes	Europe	1995 2013	– Peu de preuves que la concurrence et l'innovation au niveau sectoriel sont systématiquement associées à la présence de femmes dans l'un ou l'autre des conseils d'administration dans l'un ou l'autre groupe d'entreprises
Hong Thi Xuan Nguyen, Hung Ngoc Dang (2022)	Impact de la gouvernance d'entreprise et de la propriété sur la performance des entreprises : une étude de cas au Vietnam	Vietnam	2008 2020	– La taille du conseil d'administration, la propriété publique, la propriété étrangère et les entreprises qui ne comptent aucune femme dans le CA ont un impact positif sur la performance de l'entreprise. Au contraire, le ratio de membres indépendants au CA et le pourcentage de membres du CA qui sont des actionnaires majoritaires ont un impact négatif sur la performance de l'entreprise. Le CA avec des membres féminins, la dualité administrateur et président, et la proportion de membres indépendants ont un impact négatif sur le Directoire.