

LES EFFETS DES MESURES DE PROTECTION CONTRE LES PRISES DE CONTRÔLE

Jean-Marc Suret, Ph.d

Rapport préparé pour le Ministère des Finances du Québec

17 janvier 2014

Table des matières

Sommaire exécutif.....	4
Introduction.....	6
1 Les mesures de protection contre les prises de contrôle.....	8
1.1 Les principales mesures de protection au niveau des entreprises.....	9
1.1.1 Échelonnement des élections au conseil d'administration.....	9
1.1.2 Actions privilégiées « carte blanche ».....	9
1.1.3 Parachutes dorés.....	9
1.1.4 Restriction aux pouvoirs de l'assemblée des actionnaires.....	10
1.1.5 Les pilules empoisonnées ou régimes de droits.....	10
1.1.6 Les structures à catégories d'actions multiples.....	11
1.2 Les principales mesures de protection dépendant des juridictions.....	11
1.2.1 Les business combination laws.....	11
1.2.2 Les dispositions de juste prix.....	12
1.2.3 L'autorisation des pilules empoisonnées en France.....	12
1.3 Les indices.....	13
1.3.1 L'indice de gouvernance G.....	13
1.3.2 L'indice de retranchement E.....	14
1.3.3 L'indice de protection ATI.....	14
1.3.4 L'indice de délai.....	14
2 Les problèmes, méthodes et solutions.....	15
2.1 L'endogénéité.....	15
2.2 La diversité des effets.....	17
2.3 L'approche par la valeur.....	18
2.3.1 Mesures de la valeur.....	18
2.3.2 Endogénéité et causalité.....	18
2.3.3 L'approche par la valeur de la liquidité.....	19
2.4 Les approches événementielles.....	19
2.4.1 Les difficultés d'estimation.....	20
2.4.2 Les effets d'anticipation.....	20
2.4.3 L'effet de signal.....	21
2.4.4 La durée des effets.....	21
2.5 Les approches de long terme.....	22
2.5.1 L'approche par les portefeuilles d'arbitrage.....	22
2.5.2 La disparition des effets.....	23
3 Les effets et l'efficacité des mesures de protection.....	24
3.1 L'effet d'enracinement.....	24
3.2 Les primes et probabilités d'acquisition.....	25
3.2.1 L'effet des mesures de protection sur les probabilités d'acquisition.....	25
3.2.2 Les primes d'acquisition.....	28
3.2.3 Conclusion.....	30
3.2.4 L'argument de la gestion à court terme.....	31
4 Que conclure à partir des principaux travaux empiriques?.....	32
4.1 Étude des effets sur la valeur.....	33
4.1.1 Les effets différenciés divers.....	36
4.1.2 Les effets de la concentration.....	38
4.1.3 Les effets de l'opacité et de la complexité.....	39

4.1.4 Conclusions	40
4.2 Analyses événementielles	41
4.2.1 Études récentes	41
4.2.2 L'étude de référence	43
4.2.3 Conclusion	44
4.3 Analyses des rendements à long terme	45
4.3.1 Les classiques	45
4.3.2 Les travaux récents	46
4.3.3 Conclusion	48
4.4 Les effets des classes duales d'actions	48
4.4.1 Les études canadiennes	49
4.4.2 Les études américaines	52
4.4.3 Conclusion	53
4.5 Les analyses du sens de la causalité	54
5 Conclusion	56
Bibliographie	58
Tableaux et Figures	62

SOMMAIRE EXÉCUTIF

Mettre en évidence les conséquences des mesures de protection contre les prises de contrôle représente un réel défi pour les chercheurs, en raison de divers problèmes méthodologiques auxquels il n'existe pas de solution simple. Les travaux récents, publiés dans les revues scientifiques de haut niveau, abordent toutefois ces difficultés de façon systématique et permettent de porter des conclusions plus nettes que celles permises par les travaux des décennies antérieures. Nous avons analysé les études publiées au cours des 6 dernières années, ainsi que quelques travaux considérés comme fondamentaux, parus depuis 2003. Notre analyse est structurée en fonction des principales approches retenues par les chercheurs, soit l'analyse de l'efficacité des mesures de protection, l'étude de leurs effets sur les valeurs, l'analyse des rendements à court terme puis des rendements à long terme. Nous incluons les travaux canadiens dans la section dévolue aux structures à classes d'actions multiples.

L'efficacité des mesures de protection contre les prises de contrôle n'est pas très forte. Si elles réduisent la probabilité de faire l'objet d'une offre hostile, les mesures de protection ne réduisent pas significativement la probabilité de prise de contrôle ultime. Leur efficacité en tant qu'outil de préservation de la propriété locale des entreprises n'est donc pas établie, à l'exception des mesures les plus lourdes de conséquences que sont le couple conseil d'administration échelonné et pilules empoisonnées ou l'adoption par les états de lois limitant les prises de contrôle. L'une des interprétations possibles à ce constat est que les mesures de protection ne découragent que les acquéreurs peu déterminés. L'élimination des parachutes dorés est probablement une mesure plus efficace, pour lutter contre les prises de contrôle non désirées, que l'instauration des mesures de protection classiques. La majorité des travaux s'accorde cependant sur le fait que les primes d'acquisition obtenues par les entreprises protégées sont supérieures à celles obtenues par les entreprises qui ne le sont pas.

Les mesures de protection contre les prises de contrôle induisent une baisse de la valeur des entreprises. Les écarts de valeur rapportés se situent entre 10 et 20 points de pourcentage du ratio de la valeur marchande à la valeur comptable des entreprises. Il s'agit là d'un effet moyen, qui implique une diminution de valeur moyenne de l'ordre de 700 millions de dollars. Cet effet moyen n'exclut pas que, pour de petits sous-ensembles d'entreprises qui présentent des caractéristiques très particulières, l'ajout de mesures de protection puisse avoir un effet significatif positif. L'effet négatif des mesures de protection sur la valeur des actions semble absent dans les secteurs où la concurrence est très forte. Dans 7 études sur 8, les auteurs montrent que ce sont bien les mesures de protection qui induisent les baisses de valeur et non l'inverse.

Les analyses des effets à court terme s'intéressent à la réaction des cours aux annonces de l'implantation ou de l'élimination de mesures de protection. L'ajout de mesures de protection a des effets négatifs sur la valeur des actions, qui sont perceptibles lorsque les effets des anticipations sont correctement pris en considération. En effet, les votes des actionnaires peuvent être largement prévus et seuls ceux qui se concluent par une faible marge constituent une réelle surprise susceptible d'influencer les cours. Les effets mesurés sont le plus souvent

économiquement significatifs et sont du même ordre que ceux que nous mesurons par ailleurs lors de l'annonce inattendue d'événements graves pour les entreprises. Une seule étude conclut que le marché réagit positivement à l'annonce de l'ajout de mesures de protection, mais elle présente plusieurs problèmes méthodologiques et ne remet donc pas en cause le constat général.

Si les investisseurs ne sont pas parfaitement conscients des implications des mesures de protection sur la valeur des entreprises, une relation peut apparaître entre ces mesures et les rendements subséquents à long terme. Ce fût le cas durant les années 90, selon toutes les études sauf une, elle-même remise en cause. Cette relation ne saurait perdurer dans un marché efficient. Les niveaux de gouvernance et de protection sont facilement accessibles et peuvent servir à élaborer des stratégies qui conduisent à l'élimination de la relation. Le fait que l'on ne détecte plus d'association significative entre les mesures de protection et les rendements à long terme depuis le début des années 2000 n'indique donc pas que les mesures défensives soient devenues sans effet sur les valeurs. Au contraire, les investisseurs ont appris à intégrer correctement les différentes dimensions de la gouvernance dans la valeur des actions.

Les classes d'actions multiples peu étudiées (Lehn, Patro et Zhao 2007) aux États-Unis. Parmi les six études canadiennes, une seule conclut à l'absence d'effets négatifs des classes multiples sur les valeurs, mais nous ne pensons pas que les résultats de cette étude soient robustes. Comme aux États-Unis, les études canadiennes concluent à une association négative entre les structures à catégories multiples et la valeur ou encore à un effet significatif et négatif de l'écart entre les droits de vote et la part des actions détenues par les actionnaires de contrôle sur la valeur. Une étude américaine n'appuie pas cette conclusion. Elle n'est pas spécifiquement dédiée aux catégories multiples et n'approfondit pas les effets de ces structures.

Les travaux consacrés à l'analyse de la causalité indiquent que ce sont les mesures de protection qui induisent une réduction de la valeur et non l'inverse. Il n'est évidemment pas exclu que certaines entreprises choisissent de se protéger davantage parce qu'elles jugent leur valeur relative insuffisante, mais le sens principal de la causalité semble aller des mesures de protection vers la performance des entreprises.

Notre conclusion diffère quelque peu de celle émise par Straska et Waller (2013) qui écrivent que les travaux antérieurs ne permettent pas de conclusion claire. Ces auteurs passent en revue les études publiées depuis le début des années 80, alors que plusieurs problèmes méthodologiques majeurs n'avaient pas été pris en compte. Les méthodes d'évaluation ont évolué rapidement et les travaux publiés en 2013 ont peu en commun avec ceux du début des années 1980. C'est particulièrement le cas des études événementielles, dont très peu gèrent correctement le problème des anticipations. Il reste vrai que certains sous-ensembles d'entreprises aux caractéristiques particulières semblent dans certains cas, bénéficier de l'ajout de mesures défensives, par exemple lorsqu'elles n'en avaient pas. Il semble également que l'importance des mesures sur la valeur varie en fonction des années, de l'activité d'acquisition et des niveaux de concentration des secteurs. Globalement, nous concluons que les mesures défensives contre les acquisitions ont un effet négatif et significatif sur la valeur des actions des entreprises.

INTRODUCTION

Depuis 1980, près de 2 000 études universitaires ont traité des mesures de protection contre les prises de contrôle (MPPC) et de leurs effets, notamment sur la richesse des actionnaires. Selon Straska et Waller (2013), cette abondance de travaux ne permet toutefois pas de savoir, de façon claire, si ces dispositions réduisent ou non la valeur des actions : *the net effects of these provisions on shareholder wealth remain uncertain*.

Nous suggérons que cette conclusion découle en grande partie du regroupement de travaux publiés pendant plusieurs décennies, qui analysent des entreprises, des décisions et des acquisitions survenues pendant près de quarante ans. Il n'est pas possible de considérer ces études sur un même plan pour deux raisons principales. Premièrement, les périodes étudiées couvrent quatre décennies durant lesquelles la réglementation et les conditions du marché des fusions-acquisitions ont fortement fluctué. Par ailleurs, durant ces années, la sensibilité des investisseurs aux dimensions de la gouvernance a augmenté et ils ont appris à tenir compte de cette dimension dans leurs anticipations des performances futures. En second lieu, les méthodes empiriques utilisées par les chercheurs ont fortement évolué, en réponse aux divers problèmes soulevés par les études successives. Des progrès très significatifs ont été faits, par exemple, dans les méthodes qui permettent de tenir compte des anticipations des investisseurs lors de l'adoption ou du rappel des mesures de protection. Les travaux publiés sur ce thème en 2013 ont peu en commun avec ceux des décennies 80 et 90.

L'objectif du présent rapport est d'effectuer une synthèse et, si possible, de porter une conclusion quant aux effets des MPPC sur la richesse des actionnaires et sur la probabilité d'acquisition des entreprises. Nous adoptons, pour atteindre cet objectif, une démarche en quatre étapes.

Une première partie est consacrée à la présentation des MPPC, utilisées pour protéger les entreprises contre les prises de contrôle non sollicitées. Nous présentons également les divers indices créés par les chercheurs pour refléter globalement l'importance des mécanismes de gouvernance et de protection ou encore les droits des actionnaires. Les définitions présentées dans cette section sont requises pour la compréhension des sections suivantes du rapport.

La seconde partie présente et explique les principales difficultés méthodologiques que doivent surmonter les chercheurs lorsqu'ils tentent de mesurer l'effet des MPPC. En particulier, il n'est pas simple de déterminer si les MPPC influencent la valeur ou si, au contraire, la valeur influence l'adoption ou le rappel des MPPC. Nous passons en revue les diverses approches proposées et présentons les difficultés associées à chacune. L'objectif de cet exercice est de permettre de déterminer, lors de l'analyse ultérieure des études, si elles tiennent compte ou non des problèmes méthodologiques principaux et d'établir ainsi leur crédibilité.

La troisième partie est dédiée à l'analyse des théories et de certains résultats relatifs aux effets positifs et négatifs des MPPC. La théorie du retranchement propose que les MPPC permettent

aux dirigeants d'agir dans leur propre intérêt plutôt que dans celui des actionnaires. La théorie de l'intérêt des actionnaires suggère que les actionnaires seraient les ultimes bénéficiaires, puisque les MPPC permettraient aux dirigeants de bénéficier de primes d'acquisition plus élevées. Nous passons donc en revue les travaux récents qui portent sur les conséquences des MPPC en termes de probabilité et de primes d'acquisition. Cette section permet donc d'évaluer dans quelle mesure les MPPC peuvent être un outil efficace pour limiter les acquisitions.

La quatrième partie présente les travaux respectant les critères définis précédemment, portant sur l'effet des MPPC sur la valeur des actions, les rendements à court terme et les rendements à long terme. Elle est divisée en fonction des principales catégories d'études, et nous avons réservé une section au cas particulier des entreprises à classes multiples d'actions.

Nous avons dû effectuer un choix parmi les très nombreux travaux disponibles. Nous avons privilégié les articles publiés, dans les revues les plus réputées du domaine, au cours des sept dernières années. Plusieurs raisons justifient ce choix. Des progrès méthodologiques importants ont été faits au cours des dernières décennies, à mesure que les chercheurs mettaient en évidence les divers problèmes méthodologiques. Nous nous sommes intéressés aux études qui exploitent ces progrès et tiennent compte des limites des études plus anciennes. Les études publiées depuis 2006 abordent le plus souvent les difficultés méthodologiques mises en évidence, notamment par Gompers, Ishii et Metrick (2003) et Bebchuk et Cohen (2005) dans deux articles fort importants du domaine.

Quelques travaux antérieurs à 2006 sont utilisés dans la présente étude lorsqu'ils sont considérés comme essentiels. Les documents de travail sont pris en considération seulement lorsqu'ils ont été acceptés pour publication dans une revue de haut niveau ou lorsqu'ils émanent de chercheurs publiant régulièrement leurs travaux dans de telles revues. Nous n'avons exploité les revues moins prestigieuses que lorsque nous ne trouvions pas suffisamment de références sur un sujet donné. C'est le cas notamment de la problématique des actions duales.

Notre conclusion générale est que les MPPC influencent négativement et significativement la valeur des actions, même si certains sous-ensembles particuliers d'entreprises peuvent en bénéficier. L'adoption de nouvelles mesures est associée à un rendement anormal négatif et le rappel des mesures est perçu positivement par le marché. Les rendements à long terme sont associés négativement aux MPPC, mais cette relation tend à s'estomper puisque les investisseurs intègrent de mieux en mieux les effets négatifs des MPPC dans les prix. L'existence de classes multiples d'actions réduit de façon significative la valeur des entreprises. L'efficacité des MPPC pour contrer les prises de contrôle est limitée. Elles réduisent la probabilité de recevoir une offre, mais pas celle d'acquisition lorsque les offres sont déposées. Elles semblent donc éliminer surtout les offres des acquéreurs les moins déterminés, mais sont associées à une augmentation des primes d'acquisition.

1 LES MESURES DE PROTECTION CONTRE LES PRISES DE CONTRÔLE

Les MPPC sont des dispositions incluses dans les statuts ou dans les règlements internes qui permettent de retarder ou d'empêcher les prises de contrôle non désirées. Les plus connues de ces dispositions sont les pilules empoisonnées, les conseils d'administration échelonnés ou les parachutes dorés. Dans certains cas, les gouvernements légifèrent pour encadrer le processus de prise de contrôle, par les lois relatives au prix équitable et aux regroupements d'entreprises. Il arrive enfin que, pour protéger les entreprises locales, des gouvernements permettent l'utilisation de mécanismes jusqu'alors défendus. Ce fut le cas récemment en France avec l'instauration des bons de souscription spécifiques, plus connus sous le terme de Bons Breton (du nom du ministre qui les a proposés). Ces divers dispositifs ont deux effets potentiels sur la valeur des actions. Le premier est négatif pour les détenteurs d'actions : en limitant les possibilités de prises de contrôle, ils mettent les dirigeants à l'abri d'un des principaux mécanismes qui les incitent à agir dans le meilleur intérêt des actionnaires. Les dirigeants sont donc *retranchés* et peuvent prendre des décisions qui les favorisent. Le second effet est positif : les MPPC permettent de faire monter les enchères lors d'une acquisition, procurant ainsi des gains plus importants aux détenteurs des actions. Enfin, certains auteurs prétendent que les MPPC mettent les dirigeants à l'abri des pressions des investisseurs, notamment institutionnels, qui forceraient les dirigeants à agir en fonction des résultats à court terme. La prise de décision orientée vers le long terme serait ultimement bénéfique aux actionnaires.

De nombreux travaux empiriques ont donc été menés pour déterminer lesquels des effets prévalaient et si, ultimement, les MPPC influençaient positivement ou négativement la valeur des actions, donc la richesse des actionnaires. Avant de procéder à l'analyse de ces travaux, il convient de définir les principales MPPC ainsi que les indices utilisés dans les études, que l'on peut sommairement diviser en deux catégories selon qu'elles analysent une ou plusieurs MPPC.

Certains travaux analysent les effets d'une seule MPPC sur la valeur : les conseils d'administration échelonnés (Rose 2009; Afonso et Wintoki 2011; Ahn et Shrestha 2013; Duru, Wang et Zhao 2013), les pilules empoisonnées, (Comment et Schwert 1995; Johnson et Meade 2011), les parachutes dorés (Bebchuk, Cohen et Wang 2012) ou les classes d'actions multiples,¹ analysées par Gompers, Ishii et Metrick (2010) aux États-Unis et par Smith, Amoako-Adu et Kalimipalli (2009) au Canada. Toutefois, les chercheurs considèrent souvent qu'il est difficile d'étudier les effets des mesures de protection une par une, car les effets attribués à une mesure

¹ Les entreprises à classes multiples d'actions (ECAM), ou entreprises à classes duales, ont été largement utilisées aux États-Unis comme mesure défensive. La SEC a limité l'usage de cette disposition, qui n'est plus utilisée que par environ 7% des entreprises publiques. Par conséquent, les études américaines de cette disposition sont relativement peu nombreuses. La proportion d'ECAM est désormais du même ordre, dans l'ensemble, au Canada. La proportion d'ECAM inscrites sur le TSX a diminué de 14% en 1993 à 6% en 2010 (Amoako-Adu, Smith et Baulkaran 2011). En 2011, les données du Financial Post indiquaient que 36 des 500 plus importantes entreprises canadiennes avaient émis des actions à droit de vote multiples. Nous portons une attention particulière à ce mécanisme dans ce rapport, puisque le tiers des entreprises canadiennes à classes duales sont québécoises.

peuvent être induits par une ou plusieurs autres (Bebchuk, Cohen et Ferrell 2009 p. 783). La majorité des travaux qui portent sur les MPPC utilisent donc des indices (Gompers, Ishii et Metrick 2003; Lehn, Patro et Zhao 2007; Bebchuk, Cohen et Ferrell 2009; Stráska et Waller 2010) qui sont de deux types : indices de gouvernance ou indices de retranchement, nommé également ici indices MPPC.

1.1 LES PRINCIPALES MESURES DE PROTECTION AU NIVEAU DES ENTREPRISES

Compte tenu des objectifs de la présente étude, nous nous limitons aux mesures dont les effets ont fait l'objet de plusieurs travaux empiriques. Il s'agit également des dispositions les plus communes utilisées aux États-Unis.

1.1.1 Échelonnement des élections au conseil d'administration

Lorsque cette disposition nommée *Classified* ou *Staggered Board* existe, le conseil d'administration est généralement divisé en trois groupes dont un seul est remplacé chaque année. Un acquéreur hostile doit donc patienter au moins deux années avant de prendre le contrôle effectif de la cible, même s'il acquiert la majorité des actions. Ce conseil d'administration échelonné (CAE) est souvent couplé à un mécanisme qui requiert une majorité qualifiée pour modifier le nombre des administrateurs. Le CAE est un élément clé des stratégies de délai, qui retardent le moment où un acquéreur hostile peut effectivement prendre le contrôle de la cible. Le nombre des entreprises américaines qui utilisent les CAE diminue, notamment en raison de la pression des investisseurs institutionnels. Selon les données de l'*Institutional Shareholder Service*, la proportion des entreprises composant le S&P 500 et disposant de CAE est passée de 55,1% en 2003 à 30,8 % en 2011². Parmi les entreprises du S&P 1500, la proportion des CAE est passée de 59% en 2005 à 43,4% en 2011, et 3,2 % des entreprises sont engagées dans le processus de rappel de cette disposition.

1.1.2 Actions privilégiées « carte blanche »

Ces actions privilégiées carte blanche (*Blank check preferred stocks*) correspondent à la présence, dans les statuts, d'actions privilégiées sur lesquelles le conseil d'administration (CA) a l'autorité pour décider des droits de vote, de conversion, de dividendes, etc. Ces actions peuvent être placées auprès d'actionnaires amicaux ou être utilisées pour mettre en place des pilules empoisonnées jouant un rôle important dans les stratégies de délai. Dans les travaux empiriques, cette mesure est le plus souvent assimilée aux pilules empoisonnées.

1.1.3 Parachutes dorés

Les parachutes dorés (*Golden Parachutes*) sont des ententes d'indemnités de départ qui procurent des avantages importants aux dirigeants lorsque le CA met fin à leur emploi, ou lorsqu'ils sont amenés à démissionner à la suite d'un changement de contrôle. Leur déclenchement n'est pas

² Voir le Rapport 2012 de l'*Institutional Shareholder Service* à http://www.issgovernance.com/files/private/2011_US_PostSeason_Report_0929.pdf

soumis à l'approbation des actionnaires. Gompers, Ishii et Metrick (2003) observent que ces dispositions réduisent fortement les droits des actionnaires, qui ne peuvent remplacer le dirigeant sans exposer l'entreprise à des coûts importants et indiquent une probabilité élevée d'observer simultanément des parachutes dorés avec d'autres MPPC. L'efficacité des parachutes dorés comme MPPC est discutable, car ils semblent être associés à une fréquence plus élevée de prises de contrôle, qui se feraient à des prix inférieurs.

1.1.4 Restriction aux pouvoirs de l'assemblée des actionnaires

Ces restrictions peuvent être les suivantes:

- Majorité qualifiée (*Supermajority*) : dispositif qui augmente la proportion des votes requise pour approuver une fusion, ou, parfois, le remplacement des administrateurs. Cette MPPC permet aux dirigeants de faire échouer une offre ou de s'assurer qu'elle est suffisamment élevée.
- Restriction aux possibilités de demander une assemblée extraordinaire (*Limits to call*).
- Restriction aux possibilités de décision par consentement écrit (*restriction on action by written consent*). Selon le régime du Delaware par exemple, certaines décisions des actionnaires peuvent se prendre par consentement écrit au lieu d'une assemblée, mais le certificat d'incorporation peut prévoir que ce consentement écrit doit être unanime, ce qui revient à éliminer ce mode de décision. Le consentement écrit peut être utilisé pour valider des amendements aux statuts, remplacer des administrateurs ou pourvoir à des postes vacants au CA, sans attendre l'assemblée ordinaire ou extraordinaire.
- Limites aux possibilités de modifications des statuts (*limits to amend charters*) ou des règlements intérieurs (*limits to amend bylaws*). De telles dispositions limitent les possibilités, pour les actionnaires, de modifier les documents constitutifs des entreprises. Ces documents décrivent certaines MPPC, telles que les règles de majorité qualifiée ou les CAE ou encore limitent les possibilités de les contourner en fixant une limite à la taille du CA. Ces deux dispositions, décrites comme des dispositions de verrouillage, sont complémentaires aux dispositions telles que les CAE et les pilules empoisonnées qu'elles rendent inamovibles.

1.1.5 Les pilules empoisonnées ou régimes de droits

Les *Poison Pills* sont des plans d'attribution des droits de souscriptions qui donnent à leurs détenteurs des possibilités particulières lorsque survient un événement tel qu'une offre publique d'achat hostile. Les détenteurs peuvent alors acquérir des actions de la cible à un escompte significatif, ce qui dilue la position de l'acquéreur et rend la cible moins attrayante. Selon Gompers, Ishii et Metrick (2003, ci-après GIM), les pilules empoisonnées sont un élément central des techniques défensives.³

³ Au Canada, les organismes de réglementation réexaminent les mesures défensives et particulièrement le Régime des droits. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié le projet de Règlement 62-105 sur les régimes de droits des porteurs et le projet d'instruction générale qui l'accompagne pour établir

1.1.6 Les structures à catégories d'actions multiples

Ces structures (*Unequal Voting rights*) limitent les droits de vote de certaines catégories d'actionnaires et augmentent ceux d'autres catégories. Par exemple, dans le cas des dispositions basées sur la durée de détention des titres, les actionnaires qui possèdent les titres depuis un temps donné se voient attribuer davantage de votes par action que les détenteurs récents. Le cas le plus fréquent est celui où certains actionnaires, généralement les fondateurs ou leur famille, détiennent une catégorie d'actions qui procurent des droits de vote multiples alors qu'un seul droit de vote est attaché aux actions de l'autre catégorie. Après de nombreux changements réglementaires, incluant la règle 19-C4 de la SEC en 1988, le président de la SEC Arthur Levitt Jr. a suggéré en décembre 1993 que l'ensemble des marchés américains adopte une politique uniforme en matière de droits de vote inégaux. Cette politique autorise les classes duales existantes et n'impose aucune restriction sur la création de droits de vote inégaux lors des émissions initiales. Par contre, les émissions d'actions à droit de vote restreint et à droit de vote multiples sont proscrites.⁴ Au Canada, il n'existe aucune restriction aux structures à catégories multiples. Toutefois, la Bourse de Toronto exige depuis 1987 que les entreprises cotées ayant une structure à deux catégories d'actions fournissent une protection contre les prises de contrôle aux détenteurs d'actions à droit de vote restreint. Selon l'étude du service de recherche de la bibliothèque du Parlement, « ces dispositions de protection permettent généralement aux détenteurs d'actions sans droit de vote ou à droit de vote restreint de participer à une offre publique d'achat au même titre que les détenteurs d'actions à droit de vote supérieur ».

1.2 LES PRINCIPALES MESURES DE PROTECTION DÉPENDANT DES JURIDICTIONS

Plusieurs états américains et certains pays ont mis en place des dispositions législatives pour encadrer les prises de contrôle. Dans un cas au moins, des changements réglementaires ont été introduits pour lutter contre les prises de contrôle d'entreprises locales par des intérêts étrangers

1.2.1 Les business combination laws

Ces lois imposent un moratoire sur certains types de transactions telles que les fusions, les cessions d'actif, les échanges d'actions entre l'entreprise et des investisseurs importants (en termes de pourcentage des droits de vote) à moins qu'elles ne soient approuvées par le CA. Ce moratoire dure de 3 à 5 ans en fonction des états dont 27 avait implanté ce type de protection en 1998.

un nouveau cadre réglementaire par rapport aux régimes de droits des actionnaires (ou pilules empoisonnées). L'Autorité des marchés financiers du Québec a lancé un document de consultation intitulé : « Un regard différent sur l'intervention des autorités en valeurs mobilières dans les mesures de défense », disponible à <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/consultations/juin-2013/2013mars14-avis-amf-62-105-cons-publ-fr.pdf>.

⁴ Voir: Tara Gray: *Structures à deux catégories d'actions et pratiques exemplaires en matière de gouvernance d'entreprises*, Division de l'économie, Service d'information et de recherche parlementaire de la Bibliothèque du Parlement, 18 août 2005, consulté à <http://www.parl.gc.ca/content/lop/researchpublications/prb0526-f.htm#2>

1.2.2 Les dispositions de juste prix

Les *Fair-Price provisions* visent à éviter les offres d'acquisition à deux étages (*two-tier offers*) dans lesquelles l'acquéreur fait une offre publique à un prix raisonnable afin d'acquérir une participation qui lui donne le contrôle (premier étage) puis une seconde offre à un prix inférieur, incitant ainsi les actionnaires à profiter de la première offre. La disposition de juste prix exige généralement que le prix offert à tous les actionnaires soit le plus élevé offert depuis le début de l'offre publique dans la mesure où l'offre n'est pas approuvée par le CA ou par les actionnaires de la cible dans le cadre d'une majorité qualifiée. Cette disposition augmente le coût des acquisitions à deux étages. 27 États américains avaient implanté de telles dispositions en 1997.

1.2.3 L'autorisation des pilules empoisonnées en France.

À la suite de l'OPA hostile menée par Mittal sur Arcelor en 2006, le Gouvernement a légiféré en matière de mesures défensives. En cas d'offres publiques les visant, les sociétés cotées françaises peuvent se doter d'autorisations d'émettre, au profit de tous leurs actionnaires, des bons de souscription d'actions spécifiques, permettant de souscrire à de nouvelles actions à un prix d'émission largement inférieur au cours de Bourse. Cette formule incite les actionnaires à conserver leurs actions et dilue la prise de participation de l'attaquant en augmentant le capital.

Ces bons Breton (du nom du ministre les ayant proposés) sont considérés comme des outils exclusivement destinés à faire échouer une OPA hostile. Selon l'article L.233-32 du Code de commerce, l'émission de tels bons est décidée par l'assemblée générale extraordinaire.⁵ Cette disposition demeure peu utilisée. Lors des assemblées générales de 2012, seulement 10 % des groupes du CAC 40 ont adopté les bons Breton (Grillier et Segain 2013) et une seule entreprise, la Foncière Paris France a tenté de mettre en œuvre ces bons depuis 2006, lors d'une offre non sollicitée. La résolution a été repoussée par les actionnaires, sous l'influence de l'acquéreur potentiel qui détenait déjà un pourcentage important des actions. Dans le cas d'Arcelor, l'émission des bons a été ajournée après le dépôt d'une offre concurrente.

L'Autorité des marchés financiers de France (AMF) a constitué un nouveau groupe de travail en 2013 afin de « prévenir le contrôle rampant et favoriser l'actionnariat moyen-long terme ». L'une des conclusions de ce groupe de travail serait de maintenir le dispositif des Bons Bretons. Le rapport final de ce groupe de travail n'est toutefois pas encore disponible.⁶

⁵ Le détail des dispositions est analysé dans le Projet de loi relatif aux offres publiques d'acquisition, disponible sur le site du Sénat <http://www.senat.fr/rap/105-268/105-2683.html>. L'analyse des limites de ce dispositif a été réalisée par Le Centre de recherche sur le droit des affaires; elle est disponible en ligne à : [http://www.creda.cci-paris-idf.fr/info-debat/pdf/Lettre%20CREDA%20-%20Soci%C3%A9t%C3%A9s%20\(n%C2%B0%202013-8\)print.pdf](http://www.creda.cci-paris-idf.fr/info-debat/pdf/Lettre%20CREDA%20-%20Soci%C3%A9t%C3%A9s%20(n%C2%B0%202013-8)print.pdf)

⁶ Voir : Les propositions de l'AMF pour contrer les OPA hostiles, <http://inseec-invest.com/les-propositions-de-lamf-pour-contrer-les-opa-hostiles/>

Le survol des principales mesures présentées ci-dessus indique l'imbrication de plusieurs d'entre elles. En particulier, la force d'une mesure défensive dépend en grande partie de la possibilité qu'ont les actionnaires de l'éliminer, donc des limites imposées ou non aux modifications de statuts et règlements ou au droit de vote. Par exemple, un CAE a peu de force dissuasive si les actionnaires peuvent l'éliminer facilement. Face à cette situation, le chercheur doit choisir entre deux options. Il peut analyser une mesure en tenant compte des autres MPPC ou utiliser des indices de gouvernance ou de MPPC.

1.3 LES INDICES

1.3.1 L'indice de gouvernance G

Les indices de gouvernance sont estimés en ajoutant 1 lorsque l'une des composantes de la gouvernance est utilisée par l'entreprise.⁷ GIM emploie l'indice IRCC, devenu l'indice G, pour étudier l'effet des droits des actionnaires sur la performance des entreprises. Les 24 indicateurs de gouvernance sont regroupés en 5 catégories soit : mesures qui permettent de ralentir les prises de contrôle (délai), protègent les dirigeants, limitent les possibilités de vote des actionnaires ou les possibilités de prises de contrôle et mécanismes qui dépendent des états. L'indice G est un indice (inversé) de droit des actionnaires. Un indice G élevé indique une situation d'enracinement des dirigeants que certains auteurs assimilent à une dictature. Un indice faible indique une situation où les actionnaires disposent de droits importants et où la gouvernance est considérée comme solide (Chi 2005). Les entreprises à indice G faible sont assimilées à des démocraties (Cremers, Nair et John 2009). Les composantes de l'indice G sont listées dans la colonne de droite du tableau 1. Nous avons rapporté la proportion des entreprises de l'échantillon qui utilisent ces dispositions dans la seconde colonne. Certaines, telles que les CAEs ou les pilules empoisonnées, sont clairement des MPPC, mais la majorité des dispositions ne sont pas associées à la défense contre les prises de contrôle et relèvent de la gouvernance en général. Il s'agit notamment des éléments regroupés sous la rubrique intitulée protection, telles que les conventions d'indemnisation qui assurent aux dirigeants le remboursement des frais légaux et des conséquences des jugements découlant de leur conduite.

Comme l'observe Sokolyk (2011 p.620) plusieurs dispositions incorporées dans l'indice G ont peu d'influence sur le résultat d'une prise de contrôle pour les dirigeants. Une entreprise peut avoir un score G élevé, qui correspond à de faibles droits des actionnaires, sans pour autant utiliser les principales MPPC. Par ailleurs, lorsque les indices agrègent un grand nombre de composantes, comme dans le cas de l'indice G, il devient difficile d'identifier le sous-ensemble des mesures qui influence la valeur, d'autant qu'un poids égal est attribué à chacune des dispositions.

⁷ Les composantes de cet indice sont relevées par l'*Investor Responsibility Research Center Institute* (IRCC) : <http://www.irrcinstitute.org/>

1.3.2 L'indice de retranchement E

Conscients des limites de l'indice G, Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) définissent l'indice E (*Entrenchment index*) qui inclut les six dispositions qui ont été les plus fortement combattues par les investisseurs institutionnels. La troisième colonne du tableau 1 indique les dispositions faisant partie de cet indice. Il s'agit des quatre mesures considérées comme les plus importantes en matière de lutte contre les offres non sollicitées soit les CAE, les pilules empoisonnées, la majorité qualifiée et les parachutes dorés ainsi que deux dispositions qui limitent fortement les possibilités des actionnaires d'éliminer ces dispositions en modifiant les documents constitutifs. La combinaison des CAE et des pilules empoisonnées est considérée comme la plus efficace contre les prises de contrôle hostiles (Sokolyk 2011). Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) précisent les résultats de GIM. Ils montrent que l'augmentation de l'indice E est directement associée à une baisse de la valeur des entreprises ainsi qu'à des rendements anormaux négatifs au cours de la période 1990-2003. Par contre, les composantes de G qui ne font pas partie de E ne semblent être liées ni à la performance ni à la valeur. Les MPPC seraient donc l'élément essentiel des indices de gouvernance, susceptible d'influencer la valeur des entreprises.

1.3.3 L'indice de protection ATI

L'indice ATI (*Alternative Takeover Index*) incorpore quatre dimensions soit les CAEs, les actions privilégiées « carte blanche » qui constituent une forme de pilule empoisonnée,⁸ les restrictions au déclenchement d'assemblées extraordinaires et les restrictions à l'action par consentement écrit (Cremers et Nair 2005).

1.3.4 L'indice de délai

Ce sous ensemble de l'indice G, qui rassemble les dispositions favorisant les délais dans le processus de prise de contrôle semble jouer un rôle particulier dans la détermination des résultats des offres d'acquisition (Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf 2011). Selon la terminologie de GIM, les dispositions qui favorisent les délais sont les CAEs, les actions privilégiées « carte blanche », les restrictions aux possibilités de convoquer une assemblée extraordinaire et d'agir par consentement écrit.

Nous partageons l'avis de Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009, p.787) voulant que les indices basés sur un ensemble étendu de composantes ont assez peu de signification, puisque seulement un sous-ensemble restreint de ces mesures semble avoir des effets significatifs. Les indices larges donnent un poids important à un ensemble de mesures de gouvernance secondaires dans le contexte des prises de contrôle. Nous mettons donc principalement l'accent sur les indices restreints et sur les MPPC analysés individuellement.

⁸ Les actions privilégiées carte blanche permettent d'adopter une pilule empoisonnée, très rapidement et sans approbation des actionnaires, lorsqu'une offre d'achat hostile devient imminente. La présence ou non de la pilule empoisonnée à un moment donné n'est donc pas une information suffisante lors des analyses des MPPC. Ceci explique l'inclusion des actions privilégiées carte blanche dans cet indice de protection.

2 LES PROBLÈMES, MÉTHODES ET SOLUTIONS

Nous traitons en premier lieu de problèmes généraux, qui affectent la grande majorité des études soit l'endogénéité, la colinéarité des MPPC et la diversité des effets. Dans un second temps, nous présentons les principales approches et les difficultés spécifiques à chacune d'entre elles.

2.1 L'ENDOGENÉITÉ

Les difficultés de mise en évidence des effets des MPPC sont en partie imputables aux effets dits d'endogénéité (ou auto sélection) que nous avons illustrés à la figure 1. La relation que l'on cherche généralement à mettre en évidence est identifiée comme possibilité 1 : les MPPC influencent la valeur. Pour cela, dans la majorité des études, on établit une association, en utilisant souvent un modèle de régression, entre la valeur des entreprises et les MPPC. L'observation d'une association ne permet pas toutefois de porter une conclusion définitive sur l'effet des MPPC, car chacune des autres possibilités peut prévaloir.⁹

La possibilité 2 correspond à la situation suivante : les entreprises mal gérées sont susceptibles d'être acquises: leurs dirigeants vont donc chercher à se protéger, et à protéger les rentes dont ils bénéficient, en faisant adopter des MPPC. Il est également possible que les entreprises à opportunités de croissance fortes, qui montrent donc une valeur (un ratio Q) élevée, soient moins exposées aux prises de contrôle et ressentent moins le besoin de s'en protéger. Lorsque les chercheurs mettent en évidence une relation inverse entre les MPPC et la valeur, ils peuvent conclure que les MPPC diminuent la valeur, alors que le lien de causalité est inverse : une valeur relative faible inciterait l'entreprise à adopter des MPPC. Il est également possible que la possibilité 3 prévale : les entreprises à valeur faible adopteraient des MPPC qui, à leur tour, agiraient sur la valeur. Quelques études rapportent une relation entre la valeur des actions et les MPPC, sans conclure que les MPPC induisent une diminution de valeur (Lehn, Patro et Zhao 2007; Cuna, Gine et Guadalupe 2012). En d'autres termes, il est possible que la faible valeur soit la cause de l'utilisation de MPPC et non sa conséquence. Le problème est si important que plusieurs études cherchent spécifiquement à établir cette causalité. Nous leur consacrons la dernière section de la présente étude.

Il est également possible que l'importance des MPPC et la valeur soient simultanément liées à un ou des facteurs qui ne sont pas pris en considération dans la majorité des études, comme nous l'illustrons comme possibilité 4. Par exemple, les entreprises dont les opportunités de croissance sont faibles sont des cibles potentielles d'acquisition, car leur valeur est relativement peu élevée. Les acquéreurs peuvent penser qu'ils seront capables d'améliorer la qualité de la direction. De telles entreprises seraient donc plus susceptibles d'adopter des MPPC. Le chercheur qui ne tient pas compte de la mesure des opportunités de croissance pourra donc observer une corrélation, dite fortuite (*spurious correlation*) entre la valeur et les MPPC, qui n'implique pas de relation causale. La relation observée est induite par le fait que la valeur et les MPPC sont toutes deux

⁹ Pour une analyse plus détaillée de ce problème, propre à l'ensemble des études empiriques des effets de la gouvernance, voir Brown, Beekes et Verhoeven (2011) ou Chi (2005).

liées à une variable omise dans le modèle. L'exemple le plus clair d'une telle situation est l'adoption d'une mesure défensive forte, telle que les pilules empoisonnées, lorsque la direction perçoit la menace d'une offre hostile. La réaction du marché peut être associée à l'adoption de la mesure ou à la transmission au marché du signal de l'imminence d'une offre. Comme l'écrivent GIM (p142) en conclusion de l'un des articles les plus cités du domaine : *Since this is an experiment without random assignment, no analysis of causality can be conclusive. The main problem is the possibility that some unobservable characteristic is correlated with G and is also the main cause of abnormal returns.*

Dans la présente étude, nous portons une attention particulière aux travaux qui prennent explicitement en compte cette dimension fondamentale et qui permettent d'établir un lien de causalité. L'une des méthodes utilisées pour déterminer dans quelle mesure la possibilité 1 de la figure 1 prévaut sur la possibilité 2 consiste à analyser dans quelle mesure les changements dans les MPPC précèdent ou suivent les changements dans la valeur (le ratio Q). Si la variation de MPPC est associée à des changements de la valeur qui lui sont antérieurs alors il est probable que les changements de valeur induisent les changements de gouvernance. Cette approche est utilisée notamment par Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009 p.785). La possibilité 4 peut être étudiée à l'aide de modèles à effets fixes qui tiennent compte des caractéristiques spécifiques et stables dans le temps des diverses entreprises. Elle peut aussi être étudiée en intégrant les autres facteurs, observables ou non, parmi les variables de contrôle. Le modèle fondamental de ce type d'étude a la forme suivante (Chi 2005):¹⁰

$$Q_i = \alpha + \beta G_i + \sum_{k=1}^K \gamma_k C_{k,i} + \varepsilon_i \quad (1)$$

Q est l'indicateur de la valeur. G est l'indice de gouvernance, mais peut être l'une ou l'autre des mesures de MPPC, β est le coefficient qui indiquera si G et Q sont liés et C représente chacune des K variables de contrôle. Les travaux classiques publiés dans les années 80 et 90 ne prennent généralement pas en considération les problèmes d'endogénéité et considèrent implicitement que les mesures de gouvernance sont exogènes (Brown, Beekes et Verhoeven 2011 p.105). C'est l'une des raisons pour lesquelles nous ne les prenons pas en considération dans la présente étude.¹¹

¹⁰ Techniquement, si Q et G sont simultanément liés à une variable omise dans le modèle, alors le terme d'erreur ε sera corrélé à G , et le coefficient β sur lesquels les chercheurs basent leurs conclusions sera biaisé. Dans le modèle 1, le coefficient β correspond à la relation entre G , l'indice de gouvernance et Q qui mesure la valeur.

¹¹ Les changements réglementaires ou institutionnels importants sont un excellent moyen pour tenir compte des effets de l'endogénéité dans les études de la gouvernance. Les travaux qui ont été menés dans des pays où de tels changements sont survenus, comme la Corée (Black, Jang et Kim 2006), l'Inde (Black et Khanna 2007) ou le Brésil (Black, de Carvalho et Gorga 2012), indiquent tous une relation fortement significative entre l'amélioration des droits des actionnaires et la valeur des actions. Ces travaux, bien que publiés dans des revues de haut niveau, ne sont pas recensés ici en raison des différences importantes de contextes.

Le modèle (1) est également employé pour déterminer dans quelle mesure une disposition particulière influence la valeur. L'indice G est alors remplacé par une variable dichotomique qui indique, par exemple, la présence d'une disposition de CAE. L'effet de cette disposition diffère vraisemblablement selon les autres dispositions. Par exemple, l'effet d'un CAE sera potentiellement moindre si les actionnaires ne subissent aucune restriction dans la modification des documents constitutifs. Les autres MPPC doivent donc être introduites dans le modèle, mais ceci demande des précautions puisqu'elles sont le plus souvent liées entre elles. Nous identifions cette difficulté comme étant celle de la colinéarité des MPPC.

2.2 LA DIVERSITÉ DES EFFETS

Le retranchement est l'idée selon laquelle les MPPC permettent aux dirigeants d'adopter des comportements non optimaux, du point de vue des actionnaires, en les mettant à l'abri de possibles prises de contrôle. La théorie de l'avantage pour les actionnaires est associée aux probabilités de prise de contrôle ou à la possibilité pour les dirigeants de se soustraire aux pressions vers la maximisation de la valeur à court terme. Au moins trois dimensions peuvent moduler la relation entre les MPPC et la performance ou la valeur : les autres mécanismes de gouvernance, liés notamment à la concentration de l'actionnariat, les probabilités de prise de contrôle ou le niveau de concurrence du secteur.

La gouvernance est le résultat d'un équilibre complexe, où coexistent des éléments internes et externes. Rose (2009) montre par exemple que les CAEs n'influencent (négativement) la valeur des entreprises que lorsqu'il existe de réelles possibilités de prise de contrôle. Il est donc possible que des MPPC aient un effet négatif dans l'ensemble, mais un effet positif sur certaines catégories d'entreprises, ou inversement. Pour résoudre cette difficulté méthodologique, il faut vérifier les relations pour les sous-ensembles d'entreprises pour lesquelles les effets sont les plus (ou les moins) probables. C'est ce que font, par exemple, Faley (2007) qui s'intéresse à la complexité des entreprises ou Rose (2009) qui s'intéresse aux probabilités de tentatives de prises de contrôle hostiles, qu'il estime à l'aide de la concentration des actions détenues par les actionnaires externes. L'effet des MPPC sur la performance semble également dépendre de la détention des actions par les dirigeants (Zhang 2013) et de la complexité de l'entreprise, qui détermine ses besoins de supervision (Ahn et Shrestha 2013). Enfin, la présence ou non de mesures défensives adoptées antérieurement peuvent déterminer en partie la réaction des prix des actions à un changement des MPPC. L'étude des effets spécifiques présente toutefois des limites. En isolant des sous ensemble très restreints et particulier d'entreprises, il est possible de mettre en évidence des effets qui ne découlent que de sous-ensembles d'entreprises atypiques. Nous porterons donc une attention particulière à la taille des groupes constitués lors de l'analyse de la diversité des effets.

Plusieurs travaux ne prennent pas en considération la diversité des effets des MPPC sur les entreprises. Cette situation peut expliquer les divergences entre les résultats et l'absence de consensus. Nous portons donc une attention particulière aux travaux, généralement récents, qui

intègrent les différences entre les entreprises dans l'analyse des effets des MPPC sur les valeurs, les effets d'annonce et les rendements à long terme.

Les problèmes majeurs évoqués ci-dessous touchent l'ensemble des études. Certains autres problèmes sont davantage liés à chacune des principales méthodes, que nous présentons ci-dessous.

2.3 L'APPROCHE PAR LA VALEUR

Cette méthode permet de déterminer dans quelle mesure une entreprise protégée vaut davantage, ou moins que celle qui ne l'est pas, toutes choses égales par ailleurs. Cette approche présente l'avantage de répondre directement à la question principale soulevée par les MPPC, mais elle présente plusieurs difficultés : la mesure de la valeur, le contrôle pour les autres caractéristiques des entreprises et le problème de la causalité, évoqué plus haut.

2.3.1 Mesures de la valeur

La grande majorité des travaux sont basés sur le ratio Q de Tobin. La théorie développée par Tobin définit un ratio $Q = \text{Valeur boursière de l'entreprise} / \text{Valeur de remplacement du capital fixe}$. Un ratio Q supérieur à 1 indique que l'entreprise a intérêt à investir, car l'augmentation de la valeur boursière sera supérieure au montant investi. Un ratio Q inférieur à 1 indique que le marché anticipe une rentabilité négative de l'investissement, compte tenu du coût du capital. Le ratio Q de Tobin a l'avantage de tenir compte de plusieurs facteurs : le taux d'intérêt, la rentabilité et les anticipations, étant donné que ces facteurs influencent les cours boursiers. Il présente cependant plusieurs faiblesses. En particulier, les chercheurs ne disposent généralement pas de mesure du coût de remplacement. La majorité des travaux emploient donc un ratio de la valeur boursière à la valeur comptable (market-to-book ratio) ou une variante de ce ratio. Les travaux classiques utilisent l'équation 1 présentée plus haut en coupe transversale pour l'ensemble des entreprises pour lesquelles on peut estimer les MPPC. Les problèmes de cette approche sont discutés ci-après.

2.3.2 Endogénéité et causalité

Les études de la relation MPPC-valeur reposent sur la relation qui existe, à un moment donné, entre les MPPC et la valeur. À moins que des précautions particulières ne soient prises pour mettre en évidence le sens de la causalité, les associations observées à l'aide de cette méthode ne permettent pas de conclure que les MPPC induisent une diminution ou une hausse de la valeur, car les deux éléments étudiés sont observés au même moment. Il est donc important d'établir au minimum un décalage temporel entre les deux mesures. Sous sa forme la plus simple, cette méthode demande que l'on observe les valeurs plusieurs années après avoir évalué les MPPC, en tenant compte des valeurs contemporaines à l'observation de ces MPPC.

Le ratio market-to-book dépend de très nombreux facteurs autres que la gouvernance, dont l'intensité en recherche et développement, le secteur et le stade de développement des entreprises, ainsi que les opportunités de croissance et il est associé au rendement boursier futur. Les

chercheurs qui utilisent cette approche devront donc apporter un soin particulier à l'incorporation de variables de contrôle dans le modèle.

2.3.3 L'approche par la valeur de la liquidité

Afin d'éviter de recourir uniquement au ratio Q de Tobin en raison de ses multiples déterminants, quelques auteurs choisissent de s'intéresser à la valeur attribuée par le marché aux liquidités de l'entreprise. C'est le cas notamment de Dittmar et Mahrt-Smith (2007) qui concluent que la qualité de la gouvernance influence très significativement la valeur que le marché attribue aux liquidités. L'approche par la liquidité offre deux outils, soit l'étude des effets des changements et l'analyse de la liquidité excédentaire. L'analyse des changements repose sur l'idée que les variations de la valeur de l'entreprise devraient refléter les variations dans la liquidité, une fois pris en compte les autres éléments qui influencent les changements de valeur, soit la rentabilité, l'investissement et le financement. La variable dépendante du modèle est le rendement excédentaire. La variable d'intérêt est la variation dans la liquidité, qui peut être croisée avec les indicateurs de gouvernance. Les variables étant normées, le coefficient estimé pour la variation de liquidité indique directement la valeur que le marché attribue à un dollar supplémentaire de liquidité. Le rendement excédentaire est estimé par rapport à un portefeuille de référence composé d'entreprises de caractéristiques semblables.

Il est également possible d'estimer les liquidités excédentaires, en tenant compte des montants requis pour l'investissement et les opérations. Pour cela, on emploie l'une ou l'autre des modélisations des liquidités optimales. On estime ensuite l'effet marginal de cet excédent de liquidité sur la valeur, généralement mesurée par le ratio de la valeur marchande à la valeur comptable des capitaux propres. Le coefficient estimé de la variable de liquidité excédentaire exprime l'effet marginal d'un dollar de liquidité excédentaire sur la valeur des actions. Pour obtenir l'effet compte tenu d'un indice de gouvernance donné, il suffit de créer une variable d'interaction entre cette mesure de la liquidité excédentaire et l'indice de gouvernance.

2.4 LES APPROCHES ÉVÉNEMENTIELLES

Les analyses événementielles proposent de mesurer l'effet, sur les rendements, de divers événements associés aux MPPC : l'annonce de l'adoption d'une mesure par le CA ou par l'assemblée des actionnaires, l'annonce du rappel d'une mesure, l'adoption, une modification législative ou un jugement qui modifie l'efficacité perçue des MPPC. Si les MPPC réduisent la valeur des actions, leur adoption devrait se traduire par des rendements anormalement négatifs. Au cours des années récentes, l'élimination des mesures a été bien plus fréquente que leur adoption et les chercheurs se sont donc tournés vers les annonces de cette nature. L'élimination de MPPC génératrices d'inefficacité devrait être associée à des rendements anormalement positifs. L'approche événementielle réduit l'importance de certains des problèmes associés aux comparaisons de valeur. En effet, au lieu de comparer des entreprises qui diffèrent selon les mesures de protection, l'analyse événementielle revient à comparer les valeurs des entreprises après et avant l'adoption de la mesure. Comme les facteurs qui peuvent influencer l'adoption des

MPPC restent en principe inchangés, la nécessité de prendre en considération ces facteurs est réduite.

On peut diviser les études événementielles en deux groupes, selon qu'on étudie les événements au niveau des entreprises ou une annonce globale, liée à un acte législatif ou à un jugement. Dans le premier cas, les événements surviennent à des moments différents et sont considérés comme des observations indépendantes. On estime l'effet moyen et, dans de rares cas, on tente d'expliquer les différences entre les effets pour des sous-ensembles d'entreprises. Lorsque l'évènement touche simultanément toutes les entreprises, les chercheurs s'attachent à mettre en évidence des différences d'effet sur les prix des actions en fonction, par exemple, de caractéristiques de gouvernance ou de contrôle. Les difficultés sont d'ordre méthodologique et concernent les effets d'anticipation et de signal ainsi que la persistance des effets des annonces sur la valeur.

2.4.1 Les difficultés d'estimation

Pour appliquer les méthodes événementielles, il faut dans un premier temps déterminer la date à laquelle l'annonce parvient au marché. On mesure ensuite le rendement au cours des quelques jours qui entourent cette annonce. La troisième étape consiste à évaluer le rendement anormal, soit celui qui sépare le rendement observé de celui qui aurait été observé en l'absence de toute annonce. Ce rendement « normal » est établi sur la base d'un modèle théorique de détermination des prix ou des rendements. Nous n'entrerons pas ici dans les subtilités méthodologiques, mais il faut savoir que les méthodes sont diverses, qu'elles produisent des résultats différents et qu'il n'existe pas de consensus parmi les chercheurs quant au choix de la méthode idéale (Kothari et Warner 2007). Les études rigoureuses emploient généralement plusieurs de ces méthodes afin de s'assurer de la robustesse des résultats.

2.4.2 Les effets d'anticipation

L'étude événementielle demande qu'on détermine une date d'annonce, qui peut être l'adoption d'une MPPC ou l'annonce de son élimination par l'assemblée des actionnaires. Il peut également s'agir de l'annonce d'un changement réglementaire ou d'une décision de justice qui facilite ou restreint l'utilisation des MPPC. Dans tous ces cas, l'annonce peut être anticipée. Certaines études emploient la date de l'annonce de la décision dans les journaux pour déterminer le moment auquel les investisseurs prennent connaissance de l'information. Cette date a été précédée de l'annonce du vote dans la circulaire de sollicitation, qui est préparée, signée et enfin déposée auprès de l'organisme de réglementation, et l'assemblée est ensuite convoquée. Les travaux rigoureux emploient donc la plus précoce des dates de ces divers événements.

Les effets des anticipations des décisions peuvent être déjà incorporés dans les prix avant même que le vote ne soit tenu. Supposons que les CAEs aient un effet négatif sur la valeur des actions. Les assemblées d'actionnaires de A et B doivent se prononcer sur l'élimination de cette disposition. L'actionnariat de A est dominé par des institutionnels dont on sait qu'ils sont favorables à l'élimination de la mesure alors que l'actionnariat de B est dispersé. Le résultat du

vote des actionnaires de A est prévisible et le prix des actions devrait augmenter avant l'assemblée. Aucun rendement anormal ne sera détecté lors de l'annonce du vote. Par contre, un tel effet sera perceptible dans le cas de B, si la mesure est éliminée, puisque le résultat du vote ne pouvait pas être prévu. Si la majorité des entreprises sont de type A, on pourra conclure à tort que l'élimination de la MPPC n'a pas d'effet sur les rendements. Pour contourner cette difficulté, quelques travaux récents se sont intéressés aux seules décisions prises à une courte majorité des votes, dont l'issue ne peut être facilement anticipée.

2.4.3 L'effet de signal

L'adoption de mesures défensives n'est souvent pas fortuite. Elle peut découler d'une menace d'OPA, connue de la direction seulement. En proposant l'adoption d'une MPPC, la direction signale donc cette information au marché. La réaction mesurée au niveau des rendements boursiers peut découler du fait que le marché devient conscient de cette possibilité d'OPA. Dans un tel cas, une augmentation des cours peut être observée qui n'est pas directement liée à l'adoption de la MPPC. Dans le sens contraire, l'élimination de MPPC peut découler de l'implication d'investisseurs institutionnels qui signalent ainsi leur activisme et un changement de l'actionnariat. Il est donc difficile d'isoler les divers effets des MPPC des effets de changement dans les anticipations des investisseurs. L'une des possibilités dont dispose le chercheur est d'isoler les adoptions suivies d'une prise de contrôle, ce que proposent plusieurs études. Toutefois, comme les MPPC ont pour objectif de limiter les prises de contrôle, il est possible que plusieurs tentatives ne se soient pas conclues et la méthode pour contrôler les effets de signal est donc imparfaite.

2.4.4 La durée des effets

La valeur d'un titre est égale à la valeur actualisée de ses flux futurs. Si l'implantation d'une MPPC diminue les flux monétaires attendus, comme le prévoit l'hypothèse du retranchement des dirigeants, la baisse de la valeur observée lors de l'annonce devrait avoir un caractère permanent. Un rendement anormal négatif lors de l'annonce suivie de rendements anormaux positifs qui annulent la baisse initiale ne traduit pas une baisse durable de la valeur des actions.¹² On s'intéressera donc aux travaux qui analysent les rendements durant plusieurs jours à la suite des annonces liées aux MPPC. Le choix de la fenêtre d'estimation des rendements anormaux, qui est en grande partie laissé à la discrétion des chercheurs, influence fortement les résultats. Caton et Goh (2008) présentent la seule étude récente qui montre que l'adoption de pilules empoisonnées a un effet positif sur les cours. Pour l'ensemble de l'échantillon, ils relèvent un rendement anormal de 0,57% mesuré sur la fenêtre [0 +1]. Le rendement anormal négatif du jour -2, qui est ignoré, est fortement négatif (-0,36%) et statistiquement significatif, ce qui peut être associé à

¹² De tels schémas sont fréquemment observés y compris dans le cas d'annonces d'événements graves, comme les accidents d'avion (Kaplanski et Levy 2010). Ils découlent du fait que certains investisseurs réagissent de façon irrationnelle aux annonces, alors que d'autres vont exploiter la baisse des cours pour acheter le titre, le ramenant ainsi à sa valeur d'équilibre.

l'anticipation de la décision (p.390).¹³ Le choix d'une fenêtre plus longue aurait vraisemblablement conduit à des conclusions différentes.

2.5 LES APPROCHES DE LONG TERME

Les travaux menés selon l'approche de long terme analysent l'association entre les MPPC et les rendements à long terme, les performances opérationnelles ou les stratégies.¹⁴ La majorité des analyses de ce type emploient une approche dite de portefeuille d'arbitrage.

2.5.1 L'approche par les portefeuilles d'arbitrage

L'approche des portefeuilles d'arbitrage (*hedge portfolios*) demande d'estimer le rendement d'un portefeuille basé sur la stratégie suivante : vendre à découvert des titres d'une catégorie d'entreprise, par exemple celles dont l'indice E est élevé et acheter, pour un montant équivalent, les titres d'une seconde catégorie d'entreprises, par exemple celles dont l'indice E est faible. Le rendement anormal¹⁵ de ce portefeuille est ensuite estimé, en tenant compte de son niveau de risque et éventuellement des autres caractéristiques des entreprises qui le composent, telles que la taille ou l'importance des opportunités de croissance. Le modèle le plus souvent utilisé pour tenir compte des caractéristiques du portefeuille est une variante du modèle classique à trois facteurs (TFPM) proposé initialement par Fama et French en 1996, auquel on ajoute un facteur dit de momentum proposé par Carhart (1997).

Le TFPM explique le rendement des titres en tenant compte de deux « anomalies de marché » reconnues depuis plusieurs années soit l'effet de taille (Size Effect ou Small Firm effect) et l'effet Book-to-Market. Le premier indique que les titres de petite capitalisation ont, en moyenne, un rendement supérieur à celui des titres de grande capitalisation. Il y aurait donc une prime de taille. Le second phénomène indique que les titres de valeur ont, en moyenne, un rendement supérieur à celui des titres dits de croissance. Les premiers ont un ratio de la valeur comptable des capitaux propres (*book equity*) à la valeur marchande (*market equity*) élevé, alors que ce ratio (book-to-market ou BM) est faible pour les seconds.

Le modèle empirique s'écrit comme suit :

$$E(R_i) - R_f = (b_i \times [E(R_m) - R_f]) + (s_i \times \text{SMB}) + (h_i \times \text{HML}) + (m_i \times \text{UMD}) \quad (2)$$

Avec

$[E(R_m) - R_f]$: Prime de marché

¹³ Cette hypothèse est d'autant plus plausible que ces auteurs emploient la date de parution des nouvelles sur le fil de presse comme date d'événement, et non celle liée aux sollicitations de procuracy.

¹⁴ Comme l'objectif de la présente étude est l'analyse des effets des MPPC sur la valeur, nous nous limitons aux études qui portent sur le rendement, qui traduit les changements de valeur. Il existe plusieurs travaux qui portent sur les conséquences autres que les rendements et la valeur : rémunération des dirigeants, performances opérationnelles, activités et conditions d'acquisition, activité de R&D. Elles appuient généralement l'hypothèse de retranchement. Nous n'étudions ces travaux que lorsqu'ils sont menés en lien avec l'étude des effets sur la valeur ou les rendements.

¹⁵ Le rendement est dit anormal puisqu'il est estimé par différence avec le rendement d'un portefeuille dont les caractéristiques sont identiques.

SMB : Prime de taille, mesurée par l'écart entre les petites et les grandes entreprises (Small minus Big).

HML : Prime liée au ratio BM, donnée par l'écart de rendement entre les entreprises à haut ratio BM et celles dont ce ratio est faible (High minus Low).

UMD : est le facteur de momentum (up minus down)

b_i , s_i et h_i et m_i sont les quantités (facteurs) de risque associées aux diverses primes pour l'entreprise i .

Les valeurs des différentes primes sont disponibles, aux États-Unis, sur le site de Kenneth French. Ce modèle a été testé au Canada par L'Her, Masmoudy et Suret (2004). Il est possible d'ajouter d'autres facteurs à ce modèle, pour expliquer le mieux possible les rendements. Ultiment, l'ajout de facteurs liés au phénomène que l'on étudie, soit les prises de contrôle dans le cas présent, permettra d'éliminer les rendements anormaux. C'est ce que proposent Cremers, Nair et John (2009).

Le portefeuille d'arbitrage ne requiert pas, en théorie, de mise de fonds. Les montants obtenus des ventes à découvert servent à acheter les titres qui seront détenus.¹⁶ Le rendement du portefeuille indique la rentabilité de la stratégie. S'il diffère significativement de zéro, il indique que le critère sur lequel ont été choisis les titres influence le rendement. L'article de GIM est une excellente illustration de cette méthode. GIM développent une stratégie d'arbitrage qui consiste à acheter les titres d'entreprises où les droits des actionnaires sont importants (Indice G faible) pour vendre à découvert ceux des entreprises où les droits des actionnaires sont minimaux (indice G élevé). Ils mesurent ensuite le rendement de ce portefeuille, estimé à 8,5% par année entre 1990 et 1999. Les titres à gouvernance forte ont donc procuré un rendement supérieur à celui des titres à gouvernance faible, et l'écart est de 8,5% annuellement.

La mesure des rendements de référence, nécessaires pour estimer les rendements anormaux, pose de très importants problèmes méthodologiques et l'expression (2) n'est que l'un des modèles suggérés. Les résultats sont fortement sensibles au modèle utilisé et, en particulier, à l'ajout de facteurs. Les travaux rigoureux utilisent jusqu'à sept spécifications différentes (Giroud et Mueller 2011 p.580). Une différence importante peut apparaître entre les rendements du portefeuille selon qu'il est pondéré par les capitalisations boursières ou non. Les portefeuilles équipondérés montreront des rendements anormaux plus significatifs si les entreprises de petite taille sont plus fortement touchées que les entreprises de très grande taille par le phénomène étudié.

2.5.2 La disparition des effets

Si les marchés sont relativement efficients et les investisseurs rationnels et conscients des enjeux de la gouvernance, on ne devrait observer aucune différence entre les rendements à long terme de

¹⁶ On néglige ici les coûts de transaction et le maintien du produit de la vente à découvert dans les mains du courtier. Toutefois, la stratégie peut être effectuée à l'aide d'instruments financiers à des coûts minimes.

portefeuilles composés sur la base des indices de gouvernance ou des MPPC. Supposons que les investisseurs attribuent une valeur positive à des droits d'actionnaires importants, mesurée par un indice G faible et que cette valeur commande une prime de 2%. Au temps 0, les actions des entreprises à G faible valent 2% de plus que celles à G élevé. Cinq années plus tard, à la fin de l'étude, cette situation prévaut encore et les rendements des deux portefeuilles mesurés au cours de cette période de 5 ans sont équivalents. L'observation de rendements équivalents entre les deux groupes n'indique donc pas que la gouvernance n'a pas d'effet sur la valeur. L'observation de rendements différents indique certainement que les investisseurs n'étaient pas, au début de la période, conscients des effets de la gouvernance sur la valeur. C'est ce qu'expliquent GIM en conclusion de leur étude. Cette explication permet de comprendre pourquoi les travaux des années 80 et 90 indiquaient une différence qui semble avoir disparu depuis le début des années 2000 (Johnson, Moorman et Sorescu 2009).

La mise en évidence des effets possibles des MPPC sur les valeurs des titres pose donc des problèmes méthodologiques ardues, que seule une minorité d'études récentes ont tenté de résoudre rigoureusement. Cette situation peut expliquer que les résultats de plusieurs études relativement anciennes se contredisent. Par ailleurs, les effets possibles des MPPC sur les cours boursiers peuvent être opposés, selon la perspective théorique adoptée.

3 LES EFFETS ET L'EFFICACITÉ DES MESURES DE PROTECTION

Deux écoles s'affrontent en ce qui concerne les effets possibles des MPPC sur la valeur des titres : la théorie de l'enracinement, qui prévoit une association négative entre les MPPC et la valeur et la théorie de l'intérêt des actionnaires. Cette seconde théorie comporte deux dimensions que nous étudions séparément. La première est liée aux acquisitions et la seconde à l'horizon temporel de la gestion. Quelle que soit la théorie, il est vraisemblable que les effets des MPPC sur la valeur et la performance dépendent de divers facteurs associés à la gouvernance et au contrôle.

3.1 L'EFFET D'ENRACINEMENT

Dans le cadre de la théorie de l'agence, les dirigeants sont mandatés par les actionnaires pour gérer l'entreprise en leur nom. Toutefois, les intérêts des dirigeants peuvent diverger de ceux des actionnaires, et cette divergence génère des coûts d'agence. L'une des manifestations de ces coûts serait la tendance des dirigeants à « construire des empires » en procédant à des acquisitions à des prix parfois trop élevés. Dans la mesure où les revenus des dirigeants sont en grande partie fonction de la taille des organisations qu'ils dirigent, ils peuvent ainsi augmenter leur bien-être au détriment de la richesse des actionnaires.

Divers mécanismes permettent de limiter ces coûts, dont le contrôle exercé par les actionnaires. Les mécanismes de disciplines externes sont le marché pour les dirigeants et surtout les possibilités d'acquisition des entreprises jugées peu performantes. Le dirigeant qui n'agit pas dans le meilleur intérêt des actionnaires verra l'entreprise acquise et perdra vraisemblablement son emploi. En rendant les acquisitions plus difficiles, les MPPC mettent les dirigeants à l'abri de

cette forme de discipline et leur permettent de se retrancher. Ils ne sont plus alors forcés à agir dans le meilleur intérêt des actionnaires et plus enclins à des décisions de qualité médiocre, notamment en matière d'acquisition d'autres entreprises et de rémunération. Les flux monétaires futurs anticipés par les actionnaires seraient donc diminués, ce qui devrait amener une réduction de la valeur des actions. Cette hypothèse est connue sous le terme de *Managerial Entrenchment Hypothesis*. Divers mécanismes de gouvernance, et la présence d'investisseurs institutionnels actifs, peuvent cependant limiter les effets du retranchement. Les effets potentiellement négatifs des MPPC pourraient donc être moindres par exemple dans le cas d'une gouvernance interne solide, ou en présence d'actionnaires institutionnels vigilants.

3.2 LES PRIMES ET PROBABILITÉS D'ACQUISITION

La première composante de la théorie de l'intérêt des actionnaires est associée aux primes d'acquisition. Les MPPC donneraient aux dirigeants les outils nécessaires à l'obtention d'une prime plus élevée lors d'une offre d'achat, prime que des investisseurs isolés ne sauraient obtenir. Ultimement, les actionnaires seraient donc les bénéficiaires des mesures de protection. Toutefois, lors de l'instauration de telles mesures, l'effet des éventuelles primes d'acquisition sur la valeur des actions doit être modulé par la probabilité d'acquisition. Si les MPPC augmentent la prime d'acquisition de 10%, mais diminuent les probabilités d'acquisition de 10%, la valeur espérée de la prime supplémentaire devient nulle. Cette dimension des effets des MPPC sur la probabilité d'acquisition renvoie à la notion de l'efficacité des MPPC en tant qu'outil de limitation des prises de contrôle non désirées. Nous consacrons la section suivante à l'analyse de cette importante dimension.

3.2.1 L'effet des mesures de protection sur les probabilités d'acquisition

Des synthèses des travaux qui ont porté sur l'effet des MPPC sur la probabilité d'une acquisition (PrA) sont présentées par Sokolyk (2011 p.618) et par Straska et Walker (2013). Les résultats de travaux anciens sont contradictoires. Selon Sokolyk, quatre études détectent un effet négatif des pilules empoisonnées sur PrA, mais cinq études ne détectent aucun effet. Trois études concluent à l'absence d'effet des CAE sur les PrA, mais les résultats de neuf travaux semblent indiquer une diminution des PrA associées à cette mesure. Les parachutes dorés représentent un cas particulier, en raison de l'homogénéité des résultats. Chacune des 11 études qui ont porté sur leurs effets conclut que cette disposition augmente les probabilités d'acquisition. Les limites aux possibilités de décision par consentement écrit et aux convocations d'assemblées extraordinaires sont associées à une réduction des PrA, dans 4 des 6 études qui les étudient. Il convient donc de faire le point des résultats des travaux récents.

Sept études, publiées depuis 2006 dans des revues de haut niveau,¹⁷ étudient les effets des MPPC sur les probabilités de prises de contrôle et sur les primes. Nous les présentons au tableau 2. De façon générale, les travaux de cette nature utilisent un modèle dont la variable expliquée est binaire : il y a ou non une offre d'achat ou une prise de contrôle. Les variables explicatives sont

¹⁷ Soit *Journal of Financial Economics*, *Journal of Finance* et *Journal of Corporate Finance*.

l'ensemble des facteurs connus pour influencer une offre ou une acquisition, telles que les liquidités excédentaires, le ratio de la valeur marchande à la valeur comptable, la performance relative et la prime offerte, en plus de variables qui indiquent la présence des MPPC. Si certaines études portent sur les offres, d'autres distinguent les offres des acquisitions effectives. Quatre études portent sur des MPPC diverses ou sur des indices, deux sur les parachutes dorés et une sur les mesures prises au niveau des états.

Les MPPC et indices

L'objectif principal de Core, Guay et Rusticus (2006) est d'établir le sens de la causalité entre la gouvernance et la performance. Ils analysent au passage les différences dans les probabilités de prise de contrôle d'entreprises à indice G élevé (les dictatures) ou faible (les démocraties). Les probabilités d'acquisition, pour la période 1990-1999, sont identiques dans les deux groupes. Toutefois, l'estimation ne tient pas compte du fait que les dictatures ont une performance inférieure à celle des démocraties. Elles devraient donc attirer davantage d'acquéreurs potentiels.

Heron et Lie (2006) n'observent aucune relation significative entre la présence de pilules empoisonnées, antérieures aux offres non désirées ou adoptées en réaction, et le succès des offres d'acquisitions non sollicitées, entre 1985 et 1998. Ils confirment les résultats d'un article classique de Comment et Schwert (1995) qui écrivaient: *this paper provides large-sample evidence that poison pill rights issues, control share laws, and business combination laws have not systematically deterred takeovers and are unlikely to have caused the demise of the 1980s market for corporate control*. L'étude est rigoureuse, notamment en ce qui concerne la spécification du modèle empirique d'explication des prises de contrôle et les résultats sont crédibles.¹⁸ Les auteurs contrôlent le problème d'endogénéité en utilisant à la fois des offres couronnées de succès et d'autres qui ont échoué, et des entreprises qui ont adopté ou avaient adopté les MPPC avant l'offre.

Bates, Becher et Lemmon (2008) étudient les effets des CAE. Ils analysent 757 offres initiales (*initial bids*) et 103 offres subséquentes (*follow-on bids*) pourtant sur 3087 entreprises analysées entre 1990 et 2002, soit 20 335 entreprises/années. Les entreprises à CAE ont reçu 428 offres initiales (3,6% des observations) et les autres entreprises 329 (3,86% des observations). Les offres subséquentes dans le cours d'un processus d'acquisition sont un peu plus fréquentes pour les entreprises à CAE (10,43%) que pour les entreprises sans CAE (10,59%). Ces résultats sont approfondis en utilisant des modèles qui prennent en compte diverses caractéristiques des entreprises autres que les CAE, dont la valeur relative. En effet, les entreprises à CAE ont une valeur inférieure de 11% à celle d'entreprises à CA unique, lorsque la valeur est estimée par le ratio Q de Tobin. On n'observe aucun effet du CAE sur la probabilité de faire face à une offre initiale (hostile ou non), mais les auteurs détectent (p.666) un effet du terme d'interaction qui

¹⁸ Le choix des variables de contrôle associées aux possibilités d'OPA est important. Les auteurs se basent sur l'ensemble des travaux antérieurs portant sur ce type de modèles et valident le choix de leurs variables en utilisant un échantillon de contrôle. Ils tiennent compte des différents facteurs qui conduisent les entreprises à adopter des MPPC, réduisant ainsi le problème d'endogénéité.

indique que la probabilité de recevoir une offre initiale hostile est significativement inférieure dans le cas des entreprises à CAE. Par contre, la probabilité de compléter une acquisition qui fait l'objet d'offres successives ne dépend pas de la présence ou non d'un CAE. Globalement, le CAE ne modifie pas la probabilité ultime de prise de contrôle lorsque l'entreprise a été ciblée par une OPA : *Controlling for transaction and target firm characteristics, however, we find that targets with a classified board are ultimately acquired at an equivalent rate as targets with a single class of directors* (p.657)

Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf (2011) analysent les effets des CAE et autres mesures dites de délai, principalement sur les primes et probabilités d'acquisition en isolant les secteurs à forte concurrence des autres secteurs. L'échantillon et la période d'analyse sont semblables à ceux utilisés par Bates, Becher et Lemmon (2008), mais les auteurs ne distinguent pas les offres initiales d'achat des offres subséquentes et n'étudient pas la probabilité d'acquisition ultime. Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf observent que les MPPC qui composent la catégorie délai, dont les CAE, sont associées à une probabilité moindre de recevoir une offre d'achat initiale, sans égard au niveau de concurrence du secteur d'activité. Ce résultat est cohérent avec celui de l'étude de Bates, Becher et Lemmon (2008) pour ce qui est des offres initiales. L'ampleur de l'effet est importante: elle représente une réduction de la probabilité de faire l'objet d'une offre d'environ un tiers. Cette réduction n'implique toutefois pas une diminution de la probabilité ultime d'acquisition. Il est possible que les dispositions de délai rebutent surtout les acquéreurs potentiels les moins déterminés.

Sokolyk (2011) étudie un échantillon de 2 231 entreprises entre 1990 et 2004, soit 14 636 entreprises/années. 558 de ces entreprises ont été acquises, pour 574 tentatives. Il s'intéresse donc aux acquisitions complétées. L'indice G n'est pas associé à une réduction des probabilités d'acquisitions. Les MPPC, prises individuellement, influencent peu la probabilité de prise de contrôle, à l'exception des CAE. Toutefois, la combinaison de pilule empoisonnée adoptée avant l'offre et de CAE réduit de façon plus significative les probabilités de prises de contrôle que ne le fait la seule disposition CAE.

Goktan et Kieschnick (2012) analysent 24 823 entreprises/année entre 1990 et 2004. Ils notent, que les travaux antérieurs ne tiennent compte que des offres d'achat qui ont réussi. Ils analysent en parallèle les probabilités de faire l'objet d'une offre et celle d'être acquise. Ils concluent que la présence de MPPC réduit la probabilité des offres, mais ne réduit pas la probabilité de succès des offres lorsqu'elles sont déposées. Les MPPC seraient donc efficaces pour filtrer les offres présentant peu d'intérêt pour les actionnaires, mais sans effet significatif lorsque des acquéreurs déterminés se présentent. Selon Goktan et Kieschnick, les principaux déterminants de la probabilité d'acquisition ne sont pas les MPPC, mais la nature et le processus de l'offre : *The success of a takeover is driven primarily by the characteristics of the offer and offer process rather than by the characteristics of the target and its antitakeover provisions.* (p.1088).

Les parachutes dorés

Les parachutes dorés constituent une catégorie de mesures particulière. Généralement incorporées aux MPPC, elles apparaissent, dans la majorité des études, comme favorisant les prises de contrôle. Bebchuk, Cohen et Wang (2012) tiennent compte d'un ensemble de facteurs liés à la vraisemblance d'une offre d'achat et observent que la présence de parachutes dorés est associée à une augmentation proportionnelle de 26,1% de la probabilité d'une offre d'acquisition et de 32,2% d'une acquisition. Ce résultat conforte l'hypothèse qui énonce que les parachutes dorés procurent des avantages supplémentaires aux dirigeants en cas d'acquisition, ce qui les amène à les favoriser. Onze études antérieures parviennent également à ce résultat. Les coefficients rapportés par Sokolyk (tableau 5, p.622) montrent que l'effet positif des parachutes dorés sur la probabilité d'acquisition est deux fois plus important que l'effet négatif des CAEs, et nettement plus élevé que celui de la combinaison CAEs et pilule empoisonnée. Il semble donc bien établi que les parachutes dorés favorisent les acquisitions.

Mesures prises au niveau des états

Giroud et Mueller (2010) analysent les conséquences de l'adoption, dans les états américains, des business combination (BC) laws, qui imposent un moratoire sur les offres et autres opérations non entérinées par le CA. Ils distinguent les secteurs à forte concurrence des autres secteurs. La concurrence est estimée par l'indice de Herfindal, qui mesure la concentration. Le passage des lois BC n'a pas eu d'effet significatif, en moyenne, sur les probabilités d'acquisition. Les auteurs proposent l'explication suivante: les MPPC augmentent le coût anticipé d'une offre d'achat hostile, ce qui devrait en diminuer la fréquence. Toutefois, la diminution de cette menace augmente l'inefficacité managériale –le *management slack*– ce qui augmente les gains que peut réaliser un acquéreur potentiel. Par contre, les lois BC ont réduit de façon significative la probabilité d'acquisition dans les secteurs à forte concentration. Un tel résultat est cohérent avec l'idée que la forte concurrence réduit les possibilités d'inefficacité des dirigeants, et donc le *managerial slack*. Les lois BC augmentent les coûts, mais non la rentabilité des prises de contrôle dans des secteurs à forte concurrence. Giroud et Mueller observent d'ailleurs une forte augmentation des coûts des intrants, des salaires et des frais généraux et des prix des actions dans les entreprises des secteurs non compétitifs après le passage des lois BC.

3.2.2 Les primes d'acquisition

Les travaux présentés au tableau 2 ont également analysé les effets des MPPC sur les primes d'acquisition. Il s'agit souvent de travaux qui ont analysé également les probabilités d'acquisition

Heron et Lie (2006) analysent 526 OPA non sollicitées, observées au cours des années 1985 à 1998. Les coefficients estimés dans le modèle d'explication des primes indiquent que la présence de pilules empoisonnées antérieures à l'offre augmente la prime totale de 6.4%. L'augmentation serait de l'ordre de 7.1% lorsque les entreprises adoptent les pilules empoisonnées sous la menace de l'OPA. Les auteurs concluent que les pilules empoisonnées avantagent les actionnaires, puisque la probabilité d'acquisition n'est pas réduite et les primes augmentées. Toutefois, cette

étude rigoureuse est centrée sur l'acquisition et ne prend pas en considération les coûts potentiels des MPPC.

Selon Bates, Becher et Lemmon (2008), les gains totaux des actionnaires des cibles d'acquisition disposant d'un CAE sont inférieurs à ceux des entreprises à CA unifié, soit 249,5 millions contre 312,5 millions de dollars. Les primes sont toutefois inférieures dans les entreprises protégées.¹⁹ La différence entre les primes est du même ordre que celle rapportée par Heron et Lie (2006) soit environ 8%. Toutefois, la différence entre les primes n'est pas statistiquement significative. Ces primes atteignent 39,09% avec un CAE contre 35,93% pour les entreprises à CA unique. Lorsque les transactions sont conclues, les actionnaires des cibles avec CAEs bénéficient d'une meilleure distribution des gains que les actionnaires des entreprises à CA unifié. Comme la précédente, cette étude indique que les MPPC ont certains effets bénéfiques pour les actionnaires lors des acquisitions, mais ne considère que cette situation et non les effets d'un retronchement possible des dirigeants.

Selon Sokolyk (2011) l'indice G n'est pas associé à des primes d'acquisition plus élevées. Parmi les mesures individuelles, seules les pilules empoisonnées sont associées à des primes d'acquisition plus importantes. Les travaux antérieurs recensés par Sokolyk indiquent cette même relation dans le cas des pilules empoisonnées (Comment et Schwert 1995), mais concluent généralement à l'absence de relation forte entre les MPPC et les primes d'acquisition. À la suite de la synthèse des travaux antérieurs et de sa propre analyse, Eckbo (2009) réfute la proposition voulant que les pilules empoisonnées soient associées à des primes d'acquisition plus élevées. Elles sont, en moyenne, identiques à celles observées lors des acquisitions d'entreprises qui ne disposent pas de ce mécanisme. Toutefois, l'étude d'Eckbo est essentiellement descriptive et la modélisation ne tient pas compte des diverses caractéristiques des offres et des entreprises.

Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf (2011) analysent l'effet de la concentration du secteur industriel sur les effets des MPPC. Dans les secteurs à faible concentration, les CAEs sont associés à une faible augmentation des primes, de l'ordre de 2,9%. Dans les secteurs fortement concentrés, cette MPPC est associée à une augmentation des primes de 31,4%, qui est significative autant statistiquement qu'économiquement. L'intuition qui sous-tend ce résultat est la suivante. Dans les secteurs à forte concentration, les cibles d'acquisitions sont rares. L'acquéreur potentiel est donc déterminé à procéder aux acquisitions qui lui permettraient de bénéficier des effets de synergie. Les dirigeants peuvent donc utiliser pleinement les mesures défensives de délai pour faire monter les enchères. Ce n'est pas le cas des secteurs où la concentration est faible.

Sokolyk (2011) n'observe pas de relation significative entre les parachutes dorés et l'ampleur de la prime d'acquisition. Bebchuk, Cohen et Wang (2012) rapportent que les primes obtenues par les entreprises qui ont adopté un parachute doré dans l'année sont inférieures à celles observées dans des acquisitions semblables par 3,57 à 4,33 points de pourcentage. Cet écart est statistiquement significatif. La différence entre les résultats de ces deux études découle

¹⁹ La différence entre les effets mesurés au niveau des gains et des primes est imputable aux différences de taille des cibles d'acquisition.

vraisemblablement du fait que Bebchuk, Cohen et Wang s'intéressent exclusivement aux acquisitions survenues dans l'année qui suit l'adoption des parachutes dorés. Les résultats de Bebchuk, Cohen et Wang sont confirmés par Fich, Tran et Walkling (2012) qui étudient la relation entre l'importance du parachute doré, les probabilités d'acquisition et les primes. Le parachute doré moyen représente un montant de 4,87 millions de dollars dans leur échantillon de 851 acquisitions complétées entre 1999 et 2007. Une augmentation d'un écart type de la valeur de ce parachute est associée à une augmentation de 6,9 points de pourcentage dans la probabilité de compléter l'acquisition et à une réduction de 2,6 points de pourcentage dans la prime d'acquisition. Ceci correspond à une diminution de 127 millions de dollars de la valeur de l'acquisition dans l'échantillon étudié.

3.2.3 Conclusion

Les travaux récents semblent indiquer que les MPPC peuvent réduire les probabilités de faire l'objet d'une offre, mais ne diminuent pas significativement les probabilités d'acquisition ultime. Leur efficacité en tant qu'outil de préservation de la propriété locale des entreprises n'est donc pas établie. Cette conclusion était déjà celle de Bhagat et Jefferis (2005) qui, en conclusion de leur volume axé sur la résolution des problèmes économétriques des études empiriques, écrivent que les MPPC ne permettent pas de limiter les prises de contrôle. Les travaux empiriques admettent deux exceptions. Le couple CAE et pilules empoisonnées est associé à une diminution des probabilités d'acquisition, mais il s'agit de la combinaison des MPPC les plus lourdes de conséquences. L'adoption par les états des BC laws semble entraîner une réduction des probabilités de prises de contrôle dans des secteurs à forte concentration. Il s'agit d'un résultat logique, puisque ces lois établissent un moratoire sur les offres hostiles. Toutefois, les BC laws sont associées à une baisse de la rentabilité opérationnelle dans les secteurs qui ne sont pas sujets à une concurrence forte et à une réduction importante des activités liées à l'innovation (Giroud et Mueller 2010). Elles seraient la mesure qui augmente le plus le retranchement des actionnaires et qui entraîne le plus fort déclin dans la valeur des entreprises (Atanassov 2013). Les coefficients rapportés par Sokolyk (tableau 5, p.622) montrent que l'effet positif des parachutes dorés sur la probabilité d'acquisition est deux fois plus important que l'effet négatif des CAEs, et nettement plus élevé que celui de la combinaison CAEs et pilule empoisonnée.

L'effet positif de certaines MPPC, notamment sur les primes d'acquisition, se situe généralement autour de 8%, en moyenne, mais il n'est pas mis en évidence dans tous les travaux. La situation serait différente dans des secteurs fortement concentrés, où les MPPC associées au délai permettent aux dirigeants d'obtenir des conditions plus avantageuses. Les écarts de primes peuvent alors atteindre 30%. Les parachutes dorés sont associés à des primes d'acquisitions inférieures. L'élimination des parachutes dorés est probablement une mesure plus efficace, pour lutter contre les prises de contrôle non désirées, que l'instauration des MPPC classiques.

3.2.4 L'argument de la gestion à court terme

La seconde dimension de l'hypothèse voulant que les MPPC soient favorables aux actionnaires propose que les marchés et les investisseurs institutionnels en particulier ne s'intéressent qu'aux résultats à court terme. En isolant les dirigeants de ces pressions, les mesures qui limitent le pouvoir des actionnaires, dont les MPPC, permettraient aux dirigeants de prendre des décisions qui maximisent la valeur à long terme et sont donc dans le meilleur intérêt de l'entreprise et de ses actionnaires. Par exemple, la vision à court terme inciterait les dirigeants à réduire les dépenses de R&D pour augmenter les bénéfices actuels au détriment des innovations futures. En les isolant des pressions de certains investisseurs pour maximiser les résultats à court terme, les MPPC permettraient aux gestionnaires de se concentrer sur les décisions de long terme, dans le meilleur intérêt de l'entreprise. L'argument des bénéfices à long terme de l'indépendance du CA a été largement utilisé pour défendre l'implantation et le maintien des MPPC ainsi que les mesures qui limitent les droits des actionnaires dont la durée de détention est courte (Bebchuk 2013). Le rapport Kay (2012), au Royaume-Uni, présente une analyse détaillée de ce point de vue qui est fort répandu. Bebchuk (2013) présente une longue liste des acteurs de tout milieu qui ont soutenu cet argument.

Le postulat de départ de cette proposition est que les investisseurs, notamment institutionnels, ont un horizon de détention court et privilégient les résultats à court terme et exercent des pressions sur la direction pour maximiser ces résultats. L'effet de ce phénomène se serait accentué au fil des années en raison de la détention de plus en plus importante des actions par cette catégorie d'investisseurs. La notion d'horizon de détention court est nécessaire pour que l'argument fonctionne : si leur horizon de détention est long, les investisseurs seraient pénalisés par les actions qui privilégient le court terme au détriment du long terme.

Le second postulat requis pour que cette idée soit valide est que les marchés ne sont pas efficaces. Un marché efficace intégrerait immédiatement dans les prix les effets négatifs de la vision à court terme, et provoquerait une baisse de valeur relative des titres largement détenus par les institutionnels, censés privilégier la gestion à court terme. Il ne semble pas que cela soit le cas. La détention institutionnelle est associée à une performance supérieure (Gompers et Metrick 2001), surtout lorsque cette détention est stable. (Elyasiani et Jia 2010) À la suite d'une analyse menée dans 24 pays, Aggarwal, Erel, Ferreira et Matos (2011) concluent que les entreprises à forte implication institutionnelle sont les plus susceptibles de mettre fin à l'emploi de dirigeants peu performants et de voir leur performance s'améliorer au fil des ans. Comme le souligne Bebchuk, l'argument voulant que les investisseurs institutionnels réduisent la valeur des entreprises n'est pas appuyé par des résultats empiriques crédibles.

Un troisième postulat sous-jacent à cette proposition est que les investisseurs institutionnels aient de courtes durées de détention, afin de profiter des effets positifs de leurs actions à court terme sans être pénalisés par les effets négatifs à long terme. Les travaux empiriques ne permettent pas de confirmer cette situation. Depuis le milieu des années 80, la durée de détention des investisseurs institutionnels n'a pas diminué et semble même s'être allongée (Cremers, Pareek et

Sautner 2013). Gaspar, Massa et Matos (2005) situent cette durée de détention autour de 15 mois. L'horizon des investisseurs institutionnels influence le marché du contrôle. Les cibles dont les investisseurs institutionnels ont des horizons de détention inférieurs à quatre mois ont plus de chance de faire l'objet d'une offre d'acquisition, mais reçoivent des primes d'acquisition moins élevées (de 3 points de pourcentage). Les perspectives à court terme semblent donc bien être intégrées dans les prix, mais l'ensemble des institutionnels ne gère pas en fonction du court terme.

Une implication directe de l'argument des effets négatifs de la vision à court terme est que les interventions des institutionnels, que l'on associe à l'activisme institutionnel, aient un effet négatif sur la valeur des entreprises. Les évidences empiriques relatives à l'activisme des actionnaires indiquent clairement que le marché réagit positivement au dépôt des formulaires 13 D qui accompagnent de telles actions.

Bebchuk (2013) montre d'ailleurs la rareté des travaux empiriques qui permettent d'appuyer la proposition de court terme, qu'il assimile à un mythe. Il indique que les arguments en faveur de cette proposition découlent souvent de perception des dirigeants et consultants plutôt que des études rigoureuses. Il n'en reste pas moins que l'effet des MPPC sur la valeur des entreprises peut dépendre, en partie, de la structure de propriété. La revue des résultats de l'activisme institutionnel dépasse le cadre de la présente étude, mais il nous a semblé important de souligner que l'argument des effets positifs des mesures défensives, basé sur la vision à court terme des investisseurs institutionnels, résiste mal à l'analyse.

4 QUE CONCLURE À PARTIR DES PRINCIPAUX TRAVAUX EMPIRIQUES?

Nous avons structuré la revue des travaux empiriques en fonction des stratégies utilisées, soit l'analyse des conséquences des MPPC sur la valeur des actions, les études événementielles des implantations et rappels de MPPC et l'analyse des rendements à long terme. Les travaux qui combinent plusieurs approches apparaissent dans plusieurs sections. Nous avons dédié une section aux études des effets des structures à deux catégories d'actions (quelle que soit la méthode utilisée), qui sont généralement omises des études classiques des MPPC. Nous terminons l'analyse par une section dédiée aux analyses du sens de la causalité entre les MPPC et les performances des entreprises. Nous portons une attention particulière au caractère économiquement significatif des résultats. Des résultats statistiquement significatifs n'impliquent pas forcément un effet économique important et l'inverse peut être également vrai. La majorité des travaux étudiés ci-dessous portent sur le marché américain en raison de la rareté des études portant sur le Canada publiées dans des revues de haut niveau. Les trois revues les plus influentes et les plus importantes de domaine sont identifiées dans les tableaux.²⁰ Les articles qui y sont

²⁰ Les 86 revues du domaine de la comptabilité et de la finance les plus importantes sont analysées et classées par un service spécialisé de Thomson (ISI web of sciences). Le classement se base sur l'importance des citations des travaux publiés dans ces revues, qui traduit en grande partie la qualité et le sérieux des études publiées et la rigueur du processus de sélection. Le Journal of Finance accepte environ

publiés sont considérés comme très crédibles. La quasi-totalité des travaux utilise l'échantillon de l'*Investor Responsibility Research Center* (IRCC) comme point de départ, échantillon qui peut être réduit si d'autres données sont requises. Les données de l'IRCC sont extraites des publications intitulées *Corporate Takeover Defenses*, qui couvrent environ 1500 à 2000 entreprises, selon les années. Les indices sont disponibles pour les années 1990, 1993, 1995, 1998, 2000, 2002, 2004 et 2006.

4.1 ÉTUDE DES EFFETS SUR LA VALEUR

Nous avons détecté 13 études, publiées depuis 2007, qui analysent la relation entre la valeur des actions et les MPPC. Nous avons ajouté celles de Bebchuk et Cohen (2005) considérée très importante dans ce volet de la littérature. Le tableau 5 présente les principales caractéristiques et conclusions de ces travaux. Plusieurs travaux analysent les effets moyens et sont étudiés dans une première étape. Dans la seconde, nous étudions les travaux qui cherchent à déterminer quel mécanisme induit la relation entre les MPPC et la valeur ou quelle théorie explique le mieux cette relation. Ils cherchent à mettre en évidence des différences entre les effets des MPPC sur la valeur, en fonction notamment de la concentration du secteur, du pouvoir de négociation ou de l'opacité des entreprises.

Bebchuk et Cohen (2005) observent une relation négative fortement significative entre les CAE et la valeur des actions, estimée par le ratio Q au cours de la période 1992 à 2002. L'association est économiquement significative et évaluée à 17 points de pourcentage lorsque les autres MPPC sont prises en considération.²¹ L'effet est davantage significatif lorsque les dispositions de CAE sont inscrites dans les statuts que lorsqu'elles apparaissent dans les règlements internes (*bylaws*),

5% des travaux qui lui sont soumis, après, le plus souvent, plusieurs révisions. Le taux d'acceptation des textes est estimé à 15 % pour le *Journal of Corporate Finance*.

Nous produisons ci-dessous les classements et indicateurs des revues dont sont tirés la majorité des travaux mentionnés dans la présente étude. Dans les tableaux, nous avons souligné d'une étoile (*) les travaux parus dans les trois revues majeures en finance, auxquelles nous attribuons une crédibilité plus importante.

Rang	Titre	Facteur d'impact	Influence des articles
1	<i>Journal of Finance</i> (JF)	4.333	8.889
3	<i>Journal of Financial Economics</i> (JFE)	3.424	6.376
4	<i>Review of Financial Studies</i> (RFS)	3.256	7.298
13	<i>Journal of Financial and Quantitative Analysis</i> (JFQA)	1.636	2.665
20	<i>Financial Management</i> (FM)	1.330	1.076
23	<i>Journal of Banking and Finance</i> (JBF)	1.287	0.801
31	<i>Journal of Corporate Finance</i> (JCF)	1.035	1.057

Source : ISI Web of Science, 2012. Les taux d'acceptation sont disponibles sur le site de l'Université de l'Arkansas à :

[http://uafs.edu/sites/default/files/COB/documents/2012%20SUMMER%20RESEARCH%20\(ALL%20JOURNALS\)%201%20\(Alphabetical%20Order\).pdf](http://uafs.edu/sites/default/files/COB/documents/2012%20SUMMER%20RESEARCH%20(ALL%20JOURNALS)%201%20(Alphabetical%20Order).pdf)

²¹ À l'exclusion de la bulle de la fin des années 90 lorsqu'il a atteint 1,8 le ratio Q s'est situé entre 0,4 et 1. Un écart de 17 points de pourcentage est donc fort important économiquement.

dont elles peuvent être plus facilement éliminées par l'assemblée des actionnaires. L'étude affronte le problème de l'endogénéité de la façon suivante. Après 1990, les actionnaires ont généralement été réticents à approuver les CAE. Les auteurs se concentrent sur les entreprises inscrites en bourse avant 1990. Ils estiment et prennent en considération la valeur mesurée en 1990 dans le modèle pour analyser ensuite les valeurs jusqu'en 2002. Ainsi, on tient compte des situations où les valeurs faibles auraient induit l'adoption de CAE. Les résultats sont cohérents avec l'hypothèse que les CAE induisent une baisse de valeur et non l'inverse. Cette méthode dite du décalage temporel est fréquemment utilisée dans les études recensées dans cette section. Bebchuk et Cohen (2005) traitent le problème de la multicollinéarité des MPPC en introduisant un indice composé de toutes les dispositions de l'indice G, excluant celles liées au CAE. L'effet des CAE subsiste lorsque les autres dispositions sont prises en considération. Divers autres facteurs pouvant influencer la valeur sont également introduits dans les modèles comme l'incorporation au Delaware, la proportion des actions détenues par les dirigeants, la rentabilité opérationnelle, et les dépenses en investissement et en R&D. La relation entre les CAE et la valeur est robuste aux diverses spécifications des modèles.

Lehn, Patro et Zhao (2007) ont pour objectif l'étude du sens de la causalité entre les MPPC et la valeur. Pour cette raison, l'étude approfondie de cette recherche a été renvoyée à la section dédiée aux analyses de causalité. Ils emploient les indices G et E et analysent la relation entre ces indices et la valeur des entreprises de l'échantillon IRRC entre 1990 et 2003. La mesure de la valeur repose sur le ratio market-to-book, qui est fortement corrélé au ratio Q. Une association négative forte et significative apparaît, pour chacune des années de l'étude, entre les valeurs relatives et les indices G et E, similaire à celles rapportée par GIM. Les entreprises où les droits des actionnaires sont importants valent davantage que celles où les droits sont limités. Toutefois, il semblerait que ce soient les valeurs faibles qui induisent l'adoption des MPPC et non l'inverse. La relation est en effet fortement atténuée lorsque l'on introduit, dans le modèle, la valeur mesurée au cours du début des années 80.

Dittmar et Mahrt-Smith (2007) utilisent l'approche de la valorisation de la trésorerie pour déterminer les effets de la gouvernance (indices G et E), des MPPC et de la présence d'investisseurs importants. Cette approche repose sur l'idée que les liquidités sont les ressources que la direction peut le plus facilement gaspiller si elle n'est pas adéquatement surveillée. Les investisseurs externes valoriseraient donc ces réserves de liquidité différemment selon le degré de rigueur de la gouvernance. Les montants de liquidité disponibles sont importants: ils représentaient 13% de l'actif au moment des tests. Les méthodes sont décrites en 2.3.3.

Pour étudier la relation entre les variations de liquidité et les rendements excédentaires, Dittmar et Mahrt-Smith tiennent compte des variations des autres éléments pouvant affecter le rendement, dont la variation de la rentabilité, des politiques financières et de la stratégie d'investissement. En moyenne, pour l'ensemble de l'échantillon, un dollar de liquidité est évalué à 1,09\$ par le marché. La valeur attribuée n'est toutefois que de 0,42\$ pour les entreprises à gouvernance faible dont les indices G ou E sont élevés alors qu'elle atteint 1,62\$ pour les entreprises où les droits

des actionnaires sont importants. Le fait que la valeur attribuée par le marché dépasse largement la valeur comptable pour certaines catégories d'entreprises est cohérent avec la littérature théorique. Elle défend que la marge de manoeuvre financière a une valeur importante lorsque les possibilités d'investissement existent et que les entreprises font face à des coûts élevés de financement externe. La seconde approche, basée sur les liquidités excédentaires, fournit des résultats cohérents avec ceux de la première technique d'analyse. Lorsqu'on passe du groupe des entreprises à faible gouvernance (ou MPPC réduites) à celui des entreprises à forte gouvernance, la valeur d'un dollar de liquidité excédentaire est doublée.

L'approche par la valeur de la liquidité est moins sensible aux problèmes d'endogénéité que ne l'est l'approche d'explication des ratios Q. Toutefois, les auteurs prennent soin de contrôler cette dimension en utilisant la méthode du décalage temporel employée par Bebchuk et Cohen (2005) et par Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009). Ils utilisent les indices de gouvernance estimés au début de la période d'analyse et non ceux contemporains aux variations de liquidité. Divers tests de robustesse ont été effectués, qui rendent crédibles les résultats rapportés ici. Il existe une relation négative forte entre les MPPC et l'évaluation que fait le marché des liquidités des entreprises.

Harford, Mansi et Maxwell (2008) analysent les effets de la gouvernance sur l'importance de la liquidité et sur l'emploi que font les entreprises de leurs liquidités. L'analyse de la relation entre la gouvernance et la valeur n'est donc pas l'objectif principal de l'étude. Les auteurs analysent la relation entre les droits des actionnaires d'une part et la rentabilité relative (rendement comptable) et le ratio Q d'autre part. La rentabilité et le ratio Q sont ajustés pour les effets sectoriels. L'endogénéité est prise en compte comme dans la majorité des études antérieures, en analysant la relation avec un décalage temporel de plusieurs années. On analyse donc la relation entre la rentabilité ou la valeur future et l'indice de gouvernance mesuré à un moment donné. Les entreprises situées dans le quartile inférieur de la distribution des indices G ont une rentabilité supérieure à la moyenne, alors que les entreprises situées dans le quartile supérieur affichent une rentabilité supérieure. Il existe bien une relation entre l'indice de gouvernance et la rentabilité. Les entreprises où les droits des actionnaires sont limités affichent une rentabilité inférieure à celles des entreprises comparables par un écart de 1,6%. Les résultats sont de même nature en ce qui concerne l'évaluation. Les entreprises où les droits des actionnaires sont limités affichent des évaluations inférieures à celles d'entreprises par ailleurs comparables, par un écart de 12,2%. L'écart de rentabilité et d'évaluation lié à la gouvernance est d'autant plus important que l'excédent de trésorerie augmente, ce qui est cohérent avec la théorie du retranchement. L'étude porte sur la période qui s'étend de 1990 à 2003.

Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) ont pour objectif de déterminer quelles composantes de l'indice G influencent le plus la valeur des actions, entre 1990 et 2003. Ils proposent et testent les effets de l'indice E et analysent l'effet de chacune de ses composantes (CAE, parachute doré, restrictions aux changements des documents constitutifs, majorité qualifiée et pilules empoisonnées) sur la valeur. Ces six composantes, de même que l'indice E, sont fortement corrélées à la valeur mesurée par le ratio Q. Il apparaît une association inverse forte entre les

droits des actionnaires et la valeur. Les difficultés méthodologiques évoquées dans la partie 2 de ce rapport sont prises en considération. En particulier, sans prétendre résoudre totalement le problème, les auteurs traitent le problème de l'endogénéité par la méthode du décalage temporel. Ils mettent par ailleurs en évidence que les changements dans l'indice de retranchement E précèdent et non suivent les variations du ratio Q de Tobin. L'un des résultats importants de cette étude est que ce sont les composantes de l'indice E (les MPPC) qui provoquent la relation inverse entre l'indice de gouvernance G et la valeur des entreprises, mise en évidence par GIM.

Bebchuk, Cohen et Wang (2013) s'intéressent à l'évolution de la relation entre les indices et les MPPC d'une part et les rendements d'autre part. Leur point de départ est le constat que les investisseurs sont devenus, au fil des ans, de plus en plus conscients des enjeux de la gouvernance. Ils montrent un effet fortement significatif et négatif des indices de retranchement E et de G sur la valeur, robuste à diverses spécifications et à la prise en compte de l'endogénéité. L'étude est très rigoureuse. La relation observée entre les indices et la valeur au cours des années 90 persiste au cours des années 2000. Par ailleurs, une relation négative forte apparaît entre les indices d'une part et la rentabilité de l'actif et la croissance d'autre part. Les entreprises protégées contre les prises de contrôle affichent une performance opérationnelle inférieure aux entreprises comparables non protégées.

Cremers et Ferrell (2013) proposent l'une des études les plus solides de la relation entre les MPPC et la valeur. Comme ces auteurs portent une grande attention aux problèmes de causalité, l'étude sera également évoquée dans la section consacrée à ce problème et nous l'analysons également dans la section dédiée aux classes d'actions multiples. Les auteurs accordent une grande importance au jugement *Moran v. Household* rendu en 1985 par la Cour Suprême du Delaware qui a établi la légalité de l'utilisation des pilules empoisonnées pour bloquer une tentative de prise de contrôle. Les modèles testés expliquent la valeur relative des entreprises. Dans tous les modèles testés, le coefficient de la variable associée à G, ainsi que ceux associés au CAE, aux pilules empoisonnées aux parachutes dorés et aux limites au droit de vote des actionnaires sont significativement et négativement liés à la valeur, après 1985. Les coefficients sont du même ordre que ceux mis en évidence dans les autres études. Ils sont supérieurs de 50% dans les secteurs où l'activité d'acquisition est importante.

Toutes les études publiées dans des revues de très haut niveau que nous avons détecté depuis 2007 confirment l'association négative entre les restrictions des droits des actionnaires et la valeur des entreprises. Les travaux qui suivent cherchent à mieux comprendre par quel canal et sous quelles conditions les droits des actionnaires influencent ou non la valeur.

4.1.1 Les effets différenciés divers

Rose (2009) analyse les effets des CAE sur la valeur en tenant compte des effets possibles d'interaction entre les CAE et la présence de blocs de contrôle externes, utilisés comme un estimateur des probabilités de prise de contrôle. L'auteur défend que, pour les entreprises qui font face à de faibles probabilités de prise de contrôle, les CAE ne devraient pas avoir d'effet sur la valeur. Ces faibles probabilités seraient associées à l'absence de concentration des actions dans

les mains d'investisseurs externes. Ces investisseurs détenteurs de blocs favoriseraient les acquisitions en raison des gains importants qu'ils peuvent réaliser à cette occasion. Lorsque la concentration devient plus forte, la probabilité de prise de contrôle externe augmente donc. L'auteur isole les entreprises sans bloc de contrôle, ce qui pose des problèmes économétriques importants : ces entreprises ont un ratio Q largement supérieur (1,36 contre 0,73) à celles avec bloc de contrôle et leur actif est plus de quatre fois supérieur.

Pour l'ensemble de l'échantillon, la réduction de la valeur associée à la présence du CAE est significative (p.120), et représente en moyenne 700 millions de dollars par entreprise. Le coefficient de la variable CAE est du même ordre que celui observé dans l'ensemble des études citées dans la présente section. Lorsque les entreprises sans blocs de contrôle sont omises, l'effet disparaît. Toutefois, il subsiste alors 773 observations (entreprises/années) soit environ 145 entreprises. De nombreux tests complémentaires sont effectués, qui confirment que les CAE ne semblent pas avoir d'effet sur la valeur des actions pour le seul sous-ensemble des entreprises sans bloc de contrôle, dont les probabilités d'acquisition sont considérées comme minimales.

Stráska et Waller (2010) s'intéressent aux effets du pouvoir de négociation des entreprises lors de prises de contrôle sur la relation entre les MPPC et la valeur. Ils sélectionnent des entreprises dont les dirigeants possèdent une part réduite du contrôle, où l'actionnariat est dispersé et dont la valeur au marché est faible. Ces entreprises sont considérées comme disposant d'un pouvoir de négociation limité en cas de tentative de prise de contrôle. Celles qui partagent les caractéristiques contraires sont dites à pouvoir de négociation élevé. Si la théorie de l'intérêt des actionnaires prévaut, l'adoption des MPPC par les firmes sans pouvoir de négociation devrait augmenter la valeur des actions. Par contre, si les MPPC ont les implications prévues par la théorie du retranchement, les effets de l'adoption de tels dispositifs sur la valeur devraient être négatifs. En effet, des entreprises dont les dirigeants possèdent une part réduite du contrôle et dont l'actionnariat est dispersé sont exposées aux phénomènes d'agence. Les tests portent sur la période qui va de 1990 à 2003. Pour l'ensemble des entreprises, les corrélations entre les indices de gouvernance et les ratios Q sont négatives et significatives (-12% dans le cas de l'indice E), ce qui est cohérent avec l'ensemble des résultats des études globales. Les entreprises sont divisées en trois groupes en fonction de leur pouvoir de négociation, puis encore en trois groupes sur la base des indices de gouvernance. Lorsque le pouvoir de négociation est élevé, on observe une relation inverse forte entre l'indice E et la valeur qui atteint 19 points de pourcentage. Les MPPC auraient donc une influence négative forte sur les actions de cette catégorie d'entreprises. Lorsque le pouvoir de négociation est faible, la relation est positive : les entreprises à MPPC valent davantage que celles sans MPPC, et l'écart serait de 8 points de pourcentage. Le résultat subsiste dans les modèles multivariés, lorsque les autres variables qui influencent la valeur sont prises en considération. Adopter davantage de mesures défensives pourrait donc être bénéfique à certaines entreprises qui se trouvent dans des situations particulières. Toutefois, il convient de

souligner que ce résultat découle de la comparaison de groupes qui comportent chacun quelques centaines d'entreprises.²²

4.1.2 Les effets de la concentration

L'idée qui sous-tend ce type d'analyse est la suivante : un marché où la concurrence est forte limite les possibilités de comportements sous-optimaux des dirigeants, même s'ils sont protégés par des MPPC. L'influence des MPPC sur la valeur pourrait donc dépendre du niveau de concentration du secteur d'activité dans lequel se situe l'entreprise.

Giroud et Mueller (2011) classent les entreprises en fonction de la concentration des secteurs, sur la base de l'indice Herfindahl-Hirschman.²³ Ils s'intéressent aux effets de l'adoption des lois sur le regroupement (les *Business Combination Laws*) dans les divers états américains. Ces lois mettent les dirigeants à l'abri des prises de contrôle non sollicitées pour une période de plusieurs années. En moyenne, l'adoption de ces lois est associée à une diminution de la rentabilité (ROA) de 8,1% pour l'entreprise moyenne. Cette diminution n'est pas significative dans les secteurs où la concurrence est forte. Le coût des intrants, les salaires de la direction et les frais généraux augmentent après l'adoption des lois, dans les secteurs peu compétitifs. Kadyrzhanova et RhodesKropf (2011) analysent les effets des CAE et des mesures adoptées aux délais, qui permettent de retarder les prises de contrôle et éventuellement de négocier de meilleures conditions. L'étude porte principalement sur les primes et probabilités d'acquisition, mais aborde rigoureusement la question de la valeur. L'effet global des CAE sur la valeur est négatif, significatif et plus important numériquement que celui mis en évidence dans les études globales dans le cas des CAE (-0,16, p.1979). Le coefficient du terme d'interaction entre les MPPC et la concentration est significatif et positif. Il implique que l'ajout d'une mesure parmi l'arsenal des dispositions de délai est associé à une diminution de 2,7 % de la valeur de l'entreprise dans les secteurs à faible concentration (forte concurrence), ce qui correspond aux estimations de GIM ou de Bebchuk et Cohen (2005). Dans les secteurs à forte concentration, cette relation n'est pas statistiquement significative.

Le ratio Q est associé négativement aux indices de gouvernance dans les secteurs industriels non compétitifs. La relation n'est pas significative dans les secteurs à concurrence forte. Les indices élevés qui indiquent la faiblesse des droits des actionnaires sont liés négativement aux indicateurs de performance opérationnelle (marge, ROA, croissance des ventes) dans les secteurs où la concurrence est faible. Les MPPC non incluses dans le sous-indice de délais sont associées négativement à la valeur. Ceci est particulièrement net dans les secteurs concentrés, mais la relation est également présente dans les secteurs faiblement concentrés. Il semble donc que l'effet négatif des MPPC sur la valeur soit particulièrement fort dans les secteurs où la concurrence est

²² 15 137 observations/années correspondent à 2144 entreprises, réparties en 9 groupes, soit environ 238 entreprises par groupe.

²³ L'indice de Herfindahl-Hirschman mesure la concentration du marché. Il est établi en additionnant le carré des parts de marché. Si le marché est divisé à parts égales entre deux entreprises, l'indice est $0,50^2 + 0,50^2 = 0,50$ et le maximum, qui correspond au monopole, est 1.

faible, ce qui est cohérent avec l'idée voulant qu'un marché des biens ou services fortement compétitif discipline les dirigeants.

4.1.3 Les effets de l'opacité et de la complexité

Ces travaux reposent sur la proposition des promoteurs des CAE qui défendent que la stabilité qu'elle entraîne dans les CA serait favorable aux entreprises, surtout lorsque celles-ci sont complexes et requièrent des expertises importantes.²⁴

Faleye (2007) met en évidence une relation significative négative entre la présence de CAE et la valeur des entreprises, en tenant compte des autres MPPC et des variables de contrôle habituelles, liées à la structure de propriété et à la performance. Le coefficient de la variable CAE indique une réduction de la valeur de l'ordre de 18,15%, qui est fort proche de celle estimée par Bebchuk et Cohen (1995). Faleye se concentre ensuite sur les entreprises les plus complexes, où les CAE pourraient être bénéfiques. La complexité est mesurée par l'intensité en R&D, la croissance des ventes ou la taille. Dans tous les cas, l'effet négatif des CAE sur la valeur reste significatif, tant statistiquement qu'économiquement. La vérification des dates d'adoption des CAE conduit à éliminer 51 entreprises qui ont implanté un CAE après 1990, alors que la période d'évaluation de la valeur couvre les années 1995-2002. L'endogénéité est donc prise en considération, mais cette procédure permet de limiter, mais non d'éliminer totalement, les effets de ce problème.

Ahn and Shrestha (2013) et Duru, Wang et Zhao (2013) reprennent la même idée. Ahn et Shreska mesurent l'opacité des entreprises par le ratio des actifs intangibles aux actifs totaux. Leur étude porte sur les années 1998-2006. Ils proposent que les avantages des CAE dépassent leurs désavantages dans le sous-ensemble des entreprises opaques, dont la supervision est difficile. Pour l'ensemble de l'échantillon, lorsque les autres caractéristiques des entreprises ne sont pas prises en compte, la différence entre les valeurs est significative et s'établit à 17 points de pourcentage. Les ratios moyens dans les deux groupes sont de 1,92 et 2,09. Les valeurs Q, plus élevées que celles observées en moyenne dans les autres études, sont imputables au fait que l'étude couvre la période de la bulle des valeurs technologiques. Lorsque les autres variables sont prises en compte, le coefficient associé à la variable CAE est négatif, significatif et de même ampleur que celui observé dans les autres études.

L'étude repose sur l'opposition entre deux mesures, soit les besoins de supervision et les besoins de conseil externes. *High Monitoring Cost firms* (High Mon) traduit la notion de besoin de supervision et elle est associée au caractère plus ou moins tangible des éléments d'actif. (High Mon = 1 lorsque la valeur relative des actifs intangibles se situe au-dessus de la médiane de l'échantillon). Un score est ensuite estimé à partir des caractéristiques de taille, d'âge et de segment d'activité. Ce score est assimilé à une mesure de complexité et les entreprises dont le

²⁴ Faleye illustre cette proposition par une citation extraite de la sollicitation de procurement de Boeing, en 2002 : *the classified board structure is essential to the proper oversight of a company like ours that has high-technology products and programs that require major investments to be made over long periods of time.*

score est élevé sont considérées comme ayant besoin de conseils externes (*High Advisory Need firms*).

L'effet négatif des CAE sur la valeur n'est significatif que dans le sous-ensemble d'entreprises dont la supervision est difficile (High Mon = 1) et qui demandent moins de conseils aux membres externes des CA (High Adv = 0). Les entreprises où les besoins d'expertise sont importants engagent des administrateurs aux compétences élevées et diverses. Dans ces conditions, les CAE semblent être associés à une plus grande valeur des entreprises, mais également à un lien plus étroit entre les performances et le remplacement des dirigeants. Ces deux variables jouent en sens inverse dans le modèle, ce qui ne convainc pas. Une entreprise de haute technologie engagée dans un programme important de R&D semble avoir davantage besoin de conseils externes qu'une entreprise mature, de grande taille qui s'est solidement implantée dans plusieurs secteurs traditionnels. Le sous-ensemble des entreprises dites opaques, dans cette étude, comporte 2133 observations années sur 9 ans et inclut donc environ 237 entreprises.

Duru, Wang et Zhao (2013) examinent également l'effet de l'opacité sur la relation entre les CAE et la valeur. Pour l'ensemble des observations et des variables de contrôle, la relation inverse significative entre la présence de CAE et la valeur est confirmée. L'opacité est mesurée par un indice basé sur des données de marché et sur les caractéristiques des prévisions des analystes financiers. Ces éléments capturent la disponibilité des informations spécifiques aux entreprises publiques. Cet indice incorpore la rotation des actions, la fourchette (écart Bid-Ask), l'importance du suivi des analystes financiers et les erreurs de prévision. La relation inverse entre les CAE et la valeur subsiste dans le sous-ensemble des entreprises jugées relativement transparentes. Dans celles jugées opaques, le CAE est associé à un effet positif sur la valeur, et cet effet positif augmente avec l'opacité. Des tests complémentaires indiquent que l'augmentation de l'opacité est associée à de plus fortes dépenses de R&D lorsqu'un CAE est présent. Le CAE est également associé à une sensibilité plus importante des rémunérations des dirigeants aux performances. Le sous-ensemble des entreprises pour lesquelles un effet positif est observé comporte 200 entreprises, pour lesquelles l'écart de valeur Q dans les tests univariés n'est significatif qu'au seuil de 10%, généralement considéré comme insuffisant pour étayer une conclusion solide. L'effet de la complexité, du niveau de dépenses de R&D et de l'opacité sur la relation entre les CAE et la valeur demeure donc relativement confus, car chacune des études portant sur ce sujet a utilisé des mesures différentes.

4.1.4 Conclusions

Nous avons passé en revue deux sous-ensembles d'études dont les résultats nous paraissent relativement cohérents. Les sept études globales analysent simultanément l'ensemble des entreprises, en tenant toutefois compte des caractéristiques de performance opérationnelle et de détention des actions. Toutes ces études concluent à l'existence d'une association négative significative entre la valeur des entreprises et l'importance des MPPC. Les écarts de valeur rapportés se situent entre 10 et 20 points de pourcentage pour le ratio Q, dont la valeur moyenne depuis 20 ans se situe entre 0,9 et 1. Il s'agit là d'un effet moyen, qui implique une diminution de

valeur moyenne de l'ordre de 700 millions de dollars par entreprise. Les divers problèmes méthodologiques évoqués dans la section 2 du présent rapport sont pris en compte dans les études. Les auteurs concluent, dans 7 études sur 8, à une relation causale des MPPC vers la valeur.

Un deuxième groupe d'étude montre que l'effet des MPPC sur la valeur peut dépendre de certaines caractéristiques des entreprises. Ces travaux ne remettent pas en cause l'existence d'une association négative entre les MPPC et la valeur qui prévaut pour l'ensemble des entreprises. Ils indiquent toutefois que certains groupes d'entreprises semblent bénéficier de la présence de MPPC, pour diverses raisons. Toutefois, les sous-ensembles d'entreprises pour lesquels une relation positive apparaît entre les MPPC et la valeur sont le plus souvent de très petite taille. Ils concernent quelques centaines d'entreprises aux caractéristiques particulières. Nous avons inclus une étude qui porte sur la performance opérationnelle et non sur la valeur. Elle indique que le passage des lois sur les regroupements (les *Business Combination Laws*) a eu des effets négatifs forts sur la rentabilité, mais que ces effets ont été limités dans les secteurs à forte concurrence.

4.2 ANALYSES ÉVÉNEMENTIELLES

Au cours de la dernière décennie, la tendance générale a été à l'abandon des MPPC. Les études qui avaient porté sur leur adoption au cours des décennies 80 et 90 ont donc cédé la place aux analyses des effets de l'annonce de l'élimination des mesures. Nous avons détecté 7 études, dont trois publiées dans les revues de très haut niveau. Toutefois, seule l'étude la plus récente propose un schéma d'analyse et un modèle qui permettent de prendre correctement en considération les effets des anticipations sur les rendements observés lors des annonces (Cunat, Gine et Guadalupe 2012).

4.2.1 Études récentes

Faleye (2007) complète son analyse de la relation entre les CAE et la valeur par une analyse de la réaction des cours à l'annonce de 166 adoptions et de 24 rappels de CAE observés entre 1986 et 2002 pour les adoptions et 1996-2002 pour les rappels. La date de l'évènement est la plus précoce parmi la signature de la sollicitation de procuration annonçant la proposition d'adoption ou de rappel du CAE, le dépôt du document à la SEC ou l'annonce de l'adoption ou du rappel dans Factiva.²⁵ Le modèle de marché est utilisé pour estimer le rendement normal, et le rendement anormal cumulé (CAR) est mesuré pour diverses fenêtres encadrant la date d'annonce. Lors des adoptions de CAE, le marché réagit négativement et le CAR est statistiquement significatif pour les fenêtres [-1, +1], [-5, +1] et [-5, +5]. Durant cette dernière fenêtre, le rendement anormal qui traduit la baisse de valeur atteint -1,78%. Les rappels de la mesure sont associés à des rendements anormaux positifs, qui atteignent 1,34% pour la fenêtre [-5, 0]. Le fait que les fenêtres incorporent une période antérieure à l'annonce se justifie par le fait que ce type de démarche peut être anticipé. L'ampleur du rendement anormal peut sembler économiquement minime. Elle

²⁵ Factiva est un service d'information qui agrège des contenus de journaux, magazines, retranscriptions radio et fils de presse mis à jour en continu, dans le monde entier.

correspond toutefois à ce qu'on observe dans le cas d'annonces d'événements très significatifs.²⁶ Les résultats indiquent que le marché réagit négativement aux annonces de l'implantation de CAE et positivement à l'annonce de l'élimination de cette disposition. L'étude ne modélise pas les effets des anticipations sur les réactions.

Caton et Goh (2008) adoptent la perspective de l'intérêt des actionnaires et proposent que les pilules empoisonnées puissent avoir un effet positif en permettant aux dirigeants de prendre leurs décisions en fonction du long terme. Ils suggèrent que l'adoption de pilules empoisonnées par des entreprises par ailleurs « démocratiques », c'est-à-dire employant peu de MPPC, pourrait avoir des effets bénéfiques. Les résultats semblent confirmer cette proposition.

Ils étudient les effets de 449 adoptions de pilule empoisonnées survenues entre 1990 et 2004, et utilisent l'annonce de l'adoption de la mesure dans la presse comme date d'annonce. Les possibilités d'anticipation par le marché sont donc importantes puisque l'annonce dans la presse suivra l'adoption de la mesure, qui est elle-même précédée par l'émission et le dépôt du formulaire de procuration. Pour l'ensemble de l'échantillon, les auteurs observent un rendement anormal positif significatif de 0,57% au cours de la fenêtre [0, 1]. Toutefois, deux jours avant que l'annonce ne soit faite dans les journaux, les titres connaissent un rendement négatif significatif de -0,36%. Au total, au cours de la fenêtre [-2+2] le rendement anormal est diminué de plus de la moitié par rapport à celui employé par les auteurs (0,26%) et n'est vraisemblablement pas significatif. Le résultat important de cette étude est que l'instauration de la pilule empoisonnée semble avoir un impact positif et significatif pour le sous-ensemble des entreprises pour lesquelles l'indice de retranchement E est nul avant cette instauration. Ce groupe de 71 entreprises affiche un rendement significatif de 1,05% le jour de l'annonce et de 1,05% le jour suivant. Ces rendements anormaux ne sont pas précédés de rendements négatifs. Les auteurs ne rapportent aucun CAR positif pour les autres groupes constitués sur la base de l'indice E antérieur. Lorsque l'entreprise ne dispose d'aucun des MPPC qui composent l'indice de retranchement, l'annonce de l'implantation d'une pilule empoisonnée semble être interprétée positivement par le marché. Il reste possible que le marché interprète cette adoption comme l'annonce d'une OPA à venir. Au cours des deux années qui suivent l'adoption de la pilule empoisonnée, 12,7% des entreprises du groupe E=0 ont été acquises, alors que la proportion est de 10,7% dans l'ensemble de l'échantillon. L'anticipation des offres futures ne semble donc pas être la principale explication de la relation observée. Les résultats différents de ceux de Faleye (2007) peuvent découler de la concentration dans la période de la bulle : la moitié des observations se situent entre 1997 et 2000, et 45 % entre 1998 et 2000, mais aussi du fait que la présente étude utilise la date de parution des adoptions dans la presse, ce qui fait que les annonces

²⁶ Nous avons analysé l'effet sur les marchés de l'annonce des accidents industriels majeurs survenus au cours des 50 dernières années, incluant l'Exxon Valdez, Bohpal et TMI et la majorité des accidents d'avion importants. Le rendement anormal moyen cumulé des titres des entreprises mises en cause est de -2,17% pour la fenêtre [0, +5] et se réduit à -1,26% pour les accidents survenus depuis 1990 (Carpentier et Suret 2012).

peuvent être largement anticipées depuis la préparation et l'envoi des formulaires de sollicitation de procurations. Par ailleurs, aucun effort n'est fait pour modéliser les effets de ces anticipations.

Guo, Kruse, et Nohel (2008) analysent les résultats de 118 décisions des entreprises d'éliminer les CAE, décisions devenues relativement fréquentes après 2002. La détection des dates d'annonce est semblable à celle utilisée par Faleye et donc satisfaisante. Un sous-échantillon est composé des situations où la décision prend effet immédiatement. Le rendement anormal moyen au cours de la fenêtre [-1+1] est de 0,42% et ne diffère pas de zéro. Le rendement anormal est toutefois de 1,82% et il est statistiquement significatif lorsqu'on se limite aux cas où la décision prend effet immédiatement, qui composent 63% de l'échantillon. La décision de mettre fin immédiatement au CAE a donc un effet positif significatif sur les cours.

Giroud et Mueller (2010) complètent leur analyse de l'adoption des lois BC (section 4.1) par l'étude des réactions des cours boursiers des entreprises situées dans chacun des 19 états étudiés. La date de l'événement est la première mention de l'adoption de la Loi dans la presse. En moyenne, le CAR est négatif et significatif (-0,32%) au cours de la fenêtre [-0 +1] et n'est ni significatif ni important en valeur durant les deux fenêtres de deux jours adjacentes. Les auteurs prennent soin de mesurer les effets possibles au cours de diverses fenêtres qui vont de -40 à +10, afin de tenir compte des effets possibles des anticipations. Le CAR est négatif, mais non significatif pour les entreprises situées dans les secteurs concurrentiels. Il est négatif et fortement significatif dans les secteurs où la concentration est faible. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse qui veut que la forte concurrence force les dirigeants à un comportement optimal, même s'ils sont retranchés. Lorsque les entreprises sont classées en trois groupes sur la base de l'indice de concentration, le CAR est négatif pour les groupes à concentration moyenne et faible.

4.2.2 L'étude de référence

Cunat, Gine et Guadalupe (2012) ont certainement produit l'un des articles les plus solides sur les effets des retraits des MPPC, en prenant en compte plusieurs des problèmes économétriques soulignés dans la partie 2. Ils utilisent un vaste ensemble de 1558 propositions d'actionnaires visant à abroger les dispositions contre la prise de contrôle entre 1997 et 2007 en plus de 2426 autres propositions d'actionnaires servant d'échantillon de contrôle. Afin de tenir compte des effets d'anticipation et d'endogénéité, les auteurs s'intéressent aux décisions qui sont prises à une courte majorité des votes des assemblées des actionnaires. Les décisions prises par une marge importante peuvent être anticipées et dépendent des caractéristiques des entreprises, notamment en ce qui concerne la distribution des blocs d'actions.²⁷ Comme les résultats des votes pris par une large majorité sont anticipés, l'effet sur les prix est incorporé dans les cours avant le vote et celui-ci ne peut avoir aucune incidence sur les rendements. Les auteurs utilisent la technique de la régression discontinue, qui permet de mettre en évidence des effets différents selon les intervalles

²⁷ La prise en considération de l'endogénéité dans ce type d'étude est d'autant plus importante que Schepker et Oh (2012) montrent que les décisions de rappel ou de maintien des pilules empoisonnées sont largement déterminées par les caractéristiques de gouvernance interne et par la détention d'actions par les dirigeants.

de la variable analysée. Par exemple, un vote gagné par 2% par les promoteurs du retrait d'une MPPC pourra avoir un effet bien plus significatif sur les cours qu'un vote gagné par 50% d'écart.

La structure des tests permet de définir le sens de la causalité. L'augmentation de la valeur consécutive à l'adoption de proposition de rappel d'une MPPC est de l'ordre de 2,8%. Elle est largement imputable aux décisions qui sont prises à une courte majorité des votes, ce qui indique que celles qui sont adoptées ou battues par une large majorité sont largement anticipées par le marché et ne peuvent conduire à des estimations valides des conséquences des rappels et met en cause certaines études antérieures.²⁸ L'étude prend en considération les effets possibles de renversement des effets en analysant les rendements durant les 10 jours suivant le vote. La tendance à la hausse des cours se poursuit. La réaction du marché est d'autant plus forte que l'entreprise a adopté davantage de MPPC et que la détention institutionnelle est forte. La performance opérationnelle augmente après les rappels des MPPC.

4.2.3 Conclusion

Les ajouts de MPPC sont associés à des réactions négatives des marchés et l'élimination de ces dispositions à des réactions positives, qui correspondent à une augmentation de la valeur des actions. Les rendements anormaux mesurés lors des annonces sont, le plus souvent, économiquement significatifs et du même ordre que ceux que nous mesurons par ailleurs lors de l'annonce d'accidents majeurs. L'étude importante de Cunat, Gine et Guadalupe (2012) montre qu'un travail empirique très sérieux doit être mené pour mesurer correctement les conséquences des ajouts ou retraits de MPPC sur les rendements. Lorsque ce travail n'est pas mené correctement, les résultats ont peu de signification. Les résultats des votes des assemblées d'actionnaires sont le plus souvent anticipés, notamment quand ils surviennent par une large majorité. Le résultat de ces votes dépend par ailleurs de certaines caractéristiques de gouvernance interne et de répartition de l'actionnariat. Le niveau de concentration du secteur semble influencer la réaction du marché aux annonces de dispositions limitant les prises de contrôle au niveau des états, mais la réaction des marchés reste globalement négative.

Une seule étude conclut que le marché réagit positivement à l'adoption de MPPC. Nous ne la considérons pas comme crédible pour quatre raisons. L'effet positif est provoqué par un sous-ensemble restreint de 71 observations, la date où l'information parvient au marché est incorrectement spécifiée, la fenêtre d'observation du CAR est choisie en écartant des rendements significatifs adjacents et aucun effort de modélisation des anticipations n'est tenté. Ce résultat ne remet donc pas en cause le constat général.

²⁸ Stráska et Waller (2010 p.487) défendent que les résultats des études événementielles des effets des MPPC des années 80 et 90 sont contradictoires. Le fait que les anticipations n'aient jamais été correctement modélisées dans les travaux de cette époque explique certainement cette situation.

4.3 ANALYSES DES RENDEMENTS À LONG TERME

L'idée générale de cette approche est de vérifier dans quelle mesure les indices de gouvernance, de retranchement ou les MPPC à un moment donné sont associés ou non aux rendements boursiers observés au cours des années suivantes. Les études portant sur le rendement à long terme sont récapitulées au tableau 7. Nous en analysons 6 parues depuis 2007, en plus de celles de GIM (2003) et de Cremers et Nair (2005), considérées comme très importantes pour ce courant de la littérature. Ces études reposent sur la technique des portefeuilles d'arbitrage exposée dans la section 2.5. Nous ne détaillons pas, dans chaque cas, la composition des portefeuilles, pour éviter les répétitions.

4.3.1 Les classiques

GIM développent une stratégie d'arbitrage basée sur l'indice G.²⁹ Celle-ci consiste à acheter les titres d'entreprises où les droits des actionnaires sont importants pour vendre à découvert ceux des entreprises où les droits des actionnaires sont minimaux. Cette stratégie aurait procuré un rendement excédentaire de 8,5% par année entre 1990 et 1999. GIM mentionnent qu'il ne s'agit que d'une association et ne concluent pas que la réduction des droits des actionnaires induit des rendements inférieurs.

Cremers et Nair (2005) précisent le résultat précédent en introduisant la détention de blocs de contrôle par les investisseurs institutionnels. Ils considèrent que ces blocs constituent un mécanisme de gouvernance interne, susceptible d'interagir avec les MPPC. Celles-ci sont associées aux mécanismes de gouvernance externes, dont ils limitent l'efficacité. L'interaction peut avoir deux origines. D'une part, les détenteurs de blocs de contrôle importants ont des incitations fortes et disposent des moyens requis pour contrôler la direction de l'entreprise, même lorsque celle-ci est retranchée. Par ailleurs, les détenteurs de blocs importants profitent largement des gains réalisés lors d'acquisition. Leur présence pourrait donc favoriser les prises de contrôle et, pour cette raison, réduire les effets des MPPC sur les rendements. L'analyse proposée par Cremers et Nair tient donc partiellement compte de la dimension de l'hétérogénéité des effets des MPPC évoquée dans la section 4.2. L'étude porte sur la période 1990-2001 et utilise la technique des portefeuilles d'arbitrage, composés d'une position longue dans les titres à indices (G et ATI) faibles et d'une position à découvert dans les titres d'entreprises à forte protection contre les prises de contrôle. En moyenne, pour l'ensemble des entreprises et pour des portefeuilles équipondérés, le rendement annuel moyen du portefeuille d'arbitrage est de 7,08% par année.³⁰ Il n'est que de 2,64% lorsque le portefeuille d'arbitrage est pondéré, ce qui indique que l'influence de l'indice de gouvernance sur la performance est plus importante pour les petites entreprises que

²⁹ Cet article, publié en 2003, est antérieur au début de la période choisie pour la présente analyse, mais nous en rappelons les résultats parce que ce texte est considéré comme une référence importante dans le domaine. Ce texte a été publié dans *The Quarterly Journal of Economics*, dont le facteur d'impact (5.278) est plus élevé que celui des revues les plus influentes en finance.

³⁰ Les rendements pondérés par les capitalisations peuvent être très fortement influencés par quelques entreprises et les résultats obtenus par les portefeuilles équipondérés sont généralement considérés comme de meilleurs indicateurs des effets étudiés (Bebchuk, Cohen et Ferrell 2009 p. 813).

pour les grandes. Par ailleurs, Cremers et Nair observent une diminution importante de l'effet des indices de gouvernance sur les rendements lorsque les premières années de la décennie 2000 sont incluses, et lorsqu'on ne se limite pas aux entreprises dont les indices se situent aux extrêmes de la distribution de G.

La différence de rendement liée aux indices est observable seulement dans le sous-ensemble des entreprises où les institutionnels détiennent des blocs importants. Le rendement anormal annualisé moyen du portefeuille d'arbitrage équipondéré composé d'entreprises où les blocs sont importants est de 14,98% et de 10,83% lorsque le portefeuille est pondéré par les capitalisations boursières. Le rendement de ce portefeuille n'est pas significativement différent de zéro lorsque les institutionnels sont peu impliqués. Il s'agit là d'écarts économiquement considérables. Toutefois, l'intuition qui permettrait d'expliquer ces résultats n'est pas évidente. Les mécanismes internes et externes de gouvernance se renforcent mutuellement, mais ne semblent pas agir comme des substituts.

4.3.2 Les travaux récents

Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) emploient la technique des portefeuilles d'arbitrage pour évaluer les conséquences des indices E sur les rendements. L'échantillon IRRC est employé au cours de la période 1990-2003. Le rendement excédentaire mensuel du portefeuille d'arbitrage (alpha) est de 0,84%, ce qui correspond à 10,6% sur une base annuelle. Cette valeur est du même ordre que celle rapportée dans les deux études précédentes. Ce sont les composantes de E qui sont associées aux rendements anormalement négatifs, et non l'ensemble des composantes de G. Les rendements très élevés des portefeuilles d'arbitrage sont liés au fait que les chercheurs les composent en utilisant approximativement les déciles extrêmes des distributions des indices. On oppose donc les 10% des entreprises qui ont les pires indices de gouvernance au décile des entreprises dont les indices sont les plus favorables. Afin de limiter l'importance de ce problème, les auteurs rapportent divers résultats, dont les rendements bruts obtenus par les titres classés en fonction de l'indice de retranchement. Cette analyse met en évidence une relation monotone forte entre les rendements et les niveaux de l'indice de retranchement (tableau 9, p.814). Ils composent ensuite les portefeuilles d'arbitrage en utilisant tous les titres disponibles, ce qui revient à opposer les entreprises qui disposent de 3 à 6 mesures défensives aux autres. Le rendement du portefeuille d'arbitrage demeure significatif, et représente 3% par année. L'effet mis en évidence n'est donc pas imputable aux valeurs extrêmes de l'indice de retranchement. L'étude tient compte du secteur industriel, dimension qui est approfondie par Johnson, Moorman et Sorescu (2009). Ces auteurs observent que la distribution des indices de gouvernance est différente selon les secteurs d'activité, ce qui peut influencer les résultats des tests. Ils proposent une étude largement orientée vers les dimensions méthodologiques, afin de prendre en considération explicitement les effets de secteur. Ils utilisent des portefeuilles basés sur les indices G et E au cours de la période 1990-1999. Les auteurs établissent par simulation la méthode qui serait la plus efficace pour tenir compte des effets sectoriels. Cette méthode prend en considération la classification industrielle SIC à trois positions. En omettant cet ajustement, ils répliquent les résultats de GIM et de

Bebchuk et al. Ils montrent ensuite que le rendement des portefeuilles d'arbitrage composés sur la base des indices G et E devient non significatif lorsque les méthodologies qu'ils ont développées sont appliquées. Les auteurs reconnaissent toutefois que la définition des secteurs industriels détermine très fortement les résultats obtenus. Le travail méthodologique effectué est énorme, mais les résultats demeurent fragiles. Lewellen et Metrick (2010)³¹ refont l'analyse et montrent dans un premier temps qu'il existe au moins 24 méthodes de classification industrielle et que les ajustements utilisant l'une ou l'autre de ces classifications conduisent à des résultats différents en ce qui concerne le rendement des portefeuilles d'arbitrages. En utilisant exactement la même spécification de test que Johnson, Moorman et Sorescu, mais différentes classifications industrielles, les auteurs montrent ensuite des rendements de portefeuille d'arbitrage ajustés pour les secteurs cohérents avec les résultats de GIM. Ils concluent à l'existence d'une relation inverse significative entre l'indice de gouvernance et les rendements à long terme, pendant les années 90. Les résultats sont trop nombreux pour que nous puissions les détailler ici.

Cremers, Nair et John (2009) partent du constat que l'activité d'acquisition varie fortement dans le temps. La valeur des entreprises est influencée par la probabilité d'acquisition, qui dépend donc de l'activité globale et des MPPCs. Il existerait donc une forme de prime de risque de prise de contrôle, qui serait variable dans le temps. Les auteurs élaborent un facteur qui s'ajoute au modèle d'évaluation utilisé pour estimer le rendement anormal du portefeuille de référence, présenté à l'équation 2. Ce facteur de prise de contrôle est estimé par le rendement d'un portefeuille équilibré composé de positions longues dans les entreprises vulnérables aux acquisitions et de positions à découvert dans les entreprises à faible probabilité d'acquisition. Un tel portefeuille aurait rapporté un rendement anormal de 11,77% entre 1981 et 2004. Par la suite le facteur est ajouté aux facteurs classiques de taille, book to market et momentum de l'équation 2. L'ajout du facteur de risque de prise de contrôle réduit le rendement du portefeuille d'arbitrage qui passe de 8,65% selon GIM à 4,59%, mais reste significatif. En revanche, le rendement ne diffère plus de zéro lorsque les années 2000 à 2004 sont incluses. Les auteurs suggèrent que la vulnérabilité à la prise de contrôle est une source de risque qui devrait être prise en compte dans les modèles d'évaluation.

Giroud et Mueller (2011) consacrent une partie de leur étude aux effets de long terme, en utilisant l'approche par portefeuilles d'arbitrage, basés sur les indices G, E et ATI. L'échantillon est celui de l'IRCC et l'étude couvre la période qui va de 1990 à 2006. L'analyse est menée en tenant compte de la concentration des secteurs, estimée par l'indice Herfindahl-Hirschman. Le portefeuille d'arbitrage génère un rendement anormal de l'ordre de 8,28% par année pour l'ensemble des observations. Le rendement anormal atteint 17,64% par année dans les secteurs à faible concurrence. Il est positif, mais non significatif dans les secteurs où la concurrence est forte, et disparaît au cours des années 2000. Les résultats confirment l'hypothèse du retranchement. Dans les secteurs à forte concurrence, les gestionnaires sont forcés d'adopter des

³¹ Ce texte n'est pas encore publié. Nous l'avons inclus cependant, puisqu'Andrew Metrick est l'un des auteurs les plus reconnus du domaine (Gompers et Metrick 2001; Gompers, Ishii et Metrick 2003; Gompers, Ishii et Metrick 2010).

comportements optimaux. Ce n'est pas le cas lorsque la concurrence est faible. Les rendements inférieurs sont cohérents avec l'observation de performances opérationnelles moindres dans les entreprises où les droits des actionnaires sont minimaux.

L'étude la plus récente, réalisée par Bebchuk, Cohen et Wang (2013) cherche à déterminer dans quelle mesure et pour quelle raison la relation entre les rendements et les MPPC, qui était forte dans les années 90 semble s'atténuer et même disparaître depuis le début des années 2000. Les auteurs défendent que la disparition de cette relation est due au fait que les investisseurs ont progressivement appris à tenir compte des différences entre les entreprises à gouvernance forte et faible. Ils élaborent un indice d'attention basé sur les articles de journaux, les résolutions lancées par les investisseurs institutionnels et les travaux des chercheurs. Cet indice connaît un accroissement extrêmement rapide au tout début des années 2000, passant de 2 en 2000 à 8 en 2004. La disparition de la relation entre la gouvernance et les rendements semble être directement associée à la croissance de l'indice d'attention. D'ailleurs, même si les indices ne permettent plus de construire des stratégies génératrices de rendements anormaux, ils demeurent significativement et négativement liés aux valeurs des actions. Les auteurs vérifient que la disparition n'est pas imputable aux divers facteurs proposés pour compléter le modèle qui sert à estimer les rendements anormaux.

4.3.3 Conclusion

Les analyses qui ont porté sur les années 80 et 90 indiquent généralement que les entreprises qui utilisent largement les MPPC ont des performances inférieures à celles des autres entreprises. Une seule étude ne confirme pas l'existence de la relation inverse entre la protection et les rendements, mais une recherche subséquente indique que ce résultat atypique est lié au choix d'une mesure particulière de regroupement sectoriel.

La relation semble disparaître depuis le début des années 2000. L'explication la plus plausible à cette disparition est que les investisseurs ont appris à tenir compte des effets des indicateurs de gouvernance et de protection et les ont intégrés dans les prix (Bebchuk, Cohen et Wang 2013). La réduction de la relation entre les MPPC et les rendements à long terme correspond exactement à l'évolution de l'indice d'attention portée à la problématique de la gouvernance. Elle est également attendue dans un marché efficient. Les niveaux de gouvernance et de MPPC sont facilement accessibles et peuvent donc servir à élaborer des stratégies qui conduisent à l'élimination de la relation. Le fait que l'on ne détecte plus d'association significative entre les MPPC et les rendements n'indiquent donc pas que les mesures défensives soient devenues indépendantes de la valeur. La situation suggère au contraire que les investisseurs ont appris à intégrer correctement les différentes dimensions de la gouvernance dans la valeur des actions.

4.4 LES EFFETS DES CLASSES DUALES D' ACTIONS

Les structures à droit de vote inégaux seraient la MPPC la plus efficace jamais inventée, selon Balkaran (2013). Toutefois, la majorité des études américaines qui analysent les effets des

MPPC sur les prix exclut les entreprises à classes d'actions multiples (ECAM).³² Nous avons répertorié 9 études qui les analysent spécifiquement ou les incluent parmi les autres mesures défensives. Nous les avons divisées selon qu'elles couvrent les entreprises canadiennes ou américaines. Il est possible que des différences séparent les effets des classes multiples d'actions aux États-Unis et au Canada pour deux raisons principales. La première est l'existence, au Canada, de la clause d'égalité de traitement (*coattail*) lors des acquisitions, qui permet aux détenteurs d'actions à droits de vote restreints de bénéficier du même prix d'achat que les autres actionnaires.³³ La seconde est le fait que la majorité des ECAM canadiennes sont des entreprises familiales. L'analyse des effets des classes multiples au Canada est donc compliquée par de possibles effets d'interaction.

La majorité de ces travaux qui traitent des ECAM font référence à un écart entre la proportion des actions détenues et les droits de vote que confèrent ces actions. Cet écart entre l'accès aux flux monétaires et l'accès est défini de diverses façons. Il peut s'agir d'une différence ou d'un ratio, mais nous utiliserons ici le terme de *wedge* qui est employé dans la majorité des travaux sans spécifier la mesure précise de cette variable, qui a peu d'importance³⁴.

4.4.1 Les études canadiennes

Les études canadiennes publiées sont peu nombreuses. Nous en avons repéré cinq dont une seule a été publiée dans une revue majeure en finance, mais dont l'objectif principal n'est pas l'analyse des ECAM. Nous avons ajouté un document de travail réalisé par une équipe qui a antérieurement publié des travaux dans le domaine.³⁵ Les résultats de deux études, menées au cours de la même période avec des échantillons et des méthodes comparables, sont en totale contradiction.

King et Segal (2009) utilisent environ 7000 entreprises/années au cours de la période 1988 à 2005. Leur objectif est l'étude des effets de l'interlistage des entreprises canadiennes aux États-Unis. L'analyse des ECAM n'est pas leur objectif principal, mais ils introduisent cette variable dans un modèle classique d'explication des ratios Q compte tenu des effets possibles de cette

³² La raison la plus probable de cette élimination est le fait que ces entreprises obligent les chercheurs à effectuer un choix de la classe d'actions qui sera utilisée pour mesurer les valeurs ou les rendements. Il arrive souvent que les actions à droits de votes multiples soient rarement échangées, ce qui conduit les chercheurs à utiliser les actions à droit de vote restreint dont le rendement peut être affecté différemment par les MPPC.

³³ Cette disposition peut influencer la prime qui sépare la valeur des actions à droit de vote restreint de celles des autres actions, mais ne devrait pas influencer les possibles effets du retranchement des dirigeants.

³⁴ Le *wedge ratio* est souvent estimé par la proportion des droits de votes contrôlés par les détenteurs des blocs de contrôle divisée par la proportion des actions qu'ils détiennent, mais il est estimé par une simple différence dans certaines études (Gompers, Ishii et Metrick 2010).

³⁵ Allaire (2006) défend qu'au Canada il n'existe pas de lien entre la structure d'actionnariat et la valeur des actions. Il cite à l'appui de cette thèse un document de travail dont nous utilisons ici la version publiée (Smith, Amoako-Adu et Kalimipalli 2009) et une comparaison univariée des ratios Q qui ne répond pas aux standards de la recherche et n'a pas été publiée dans une revue académique.

caractéristique sur la valeur des actions. Ils s'intéressent également à la relation entre cette structure et la probabilité d'interlistage. Ils observent une forte relation significative négative entre la présence de classes multiples et la valeur (tableau 2, p. 2408). Ils indiquent : *the coefficient on DUALCLASS is negative and significant, indicating that firms with dual-class shares are valued at a discount relative to firms with a one-share-one-vote structure*. Par ailleurs, les termes d'interaction indiquent que les probabilités d'interlistage des ECAM sont inférieures à celles des entreprises à contrôle diffus, ce que les auteurs relient à la réticence des investisseurs américains à détenir des actions à droit de vote subalterne. Cette recherche a été publiée dans l'une des trois plus importantes revues du domaine. Le coefficient de détermination du modèle s'établit entre 17 et 20% selon les spécifications, ce qui signifie que les variations des variables explicatives expliquent de 17 à 20% de la variation des ratios de valorisation.

King et Santor (2008) emploient les mêmes techniques et vraisemblablement le même échantillon pour étudier les effets de la structure de propriété sur la valeur. Ils analysent 613 entreprises canadiennes dont 14% sont des ECAM, entre 1998 et 2005. 87% des ECAM sont des entreprises familiales. Ils utilisent un modèle classique où le ratio Q est expliqué par un ensemble de variables indépendantes, incluant la caractérisation du contrôle. La variable associée aux ECAM joue un rôle fortement significatif et indique une association négative avec la valeur des actions. Ce n'est pas le cas de la variable qui indique une détention familiale. Le wedge est fortement et négativement lié à la valeur. Une augmentation d'un écart type du wedge réduit le ratio Q de 0,123, soit environ 6%. King et Santor montrent donc que les entreprises familiales à classe d'action unique affichent des valeurs, basées sur le ratio Q, équivalentes à celles des entreprises non familiales et affichent des performances opérationnelles supérieures à celles des comparables. Par contre, les entreprises familiales à classes d'actions multiples se transigent à un escompte de 17% par rapport à leurs comparables à actionnariat diffus, même s'il n'existe pas de différence en termes de performance opérationnelle. L'étude est crédible. Le coefficient de détermination du principal modèle se situe entre 25% et 26,4%, selon les spécifications. Ce modèle semble donc être correctement spécifié et le coefficient de détermination est très proche de celui rapporté aux États-Unis par exemple par Faleye (2007).

Jog, Zhu et Dutta (JZD 2010) répliquent, sans toutefois la citer, l'étude précédente. Ils analysent la période qui va de 1996 à 2005 et leur échantillon, de taille variable, comporte environ 772 entreprises. Le modèle économétrique est semblable à celui utilisé par King et Santor, et explique le ratio Q par un ensemble de variables, dont RSV qui indique la présence d'actions à droit de vote restreint. JZD n'observent pas d'effet statistiquement significatif de la variable RSV sur la valeur. Dans leur modèle de base, deux variables seulement influencent le ratio Q. Il s'agit de la taille de l'entreprise et de l'appartenance du titre à l'indice S&P TSX.

Les auteurs ne citent pas King et Santor (2008), en dépit de la proximité des deux études. S'ils citent à six reprises l'étude de King et Segal (2009) ils n'expliquent pas la différence entre leurs résultats et ceux des travaux antérieurs. Nous ne sommes donc pas en mesure de déterminer pourquoi JZD parviennent à des résultats différents de ceux des études précédentes. A 5%, le

coefficient de détermination du principal modèle présenté par JZD est très largement inférieur à celui des travaux comparables. Ceci peut être dû à la présence de variables extrêmes. Les auteurs ne semblent pas en effet avoir pris les précautions qui permettent de limiter l'effet des données anormales, telles que les ratios Q négatifs ou anormalement élevés.³⁶ Par ailleurs, la majorité des variables explicatives influencent la valeur des entreprises dans l'étude de King et Santor (2008) comme dans les travaux américains (Faleye, 2007), mais ne jouent aucun rôle dans l'étude JZD. C'est le cas notamment du taux de rendement comptable et des dépenses en immobilisation, du *wedge* et du ratio de dilution. Un modèle où la rentabilité des opérations, les dépenses en immobilisation, la croissance, l'âge de l'entreprise, l'interlistage et l'endettement n'ont aucun effet sur la valeur de l'entreprise ne nous semble pas très crédible. Ces divers éléments expliquent que nous accordions une confiance limitée aux résultats de l'étude de Jog, Zhu et Dutta (2010).

Bozec et Laurin (2008) analysent l'effet de l'écart entre les droits de vote et le contrôle sur la valeur. Ils basent leur étude sur environ 500 des plus grandes entreprises canadiennes, de 1995 à 1999. Le *wedge* influence négativement la valeur des actions, comme dans l'analyse de King et Santor (2008). La comparaison univariée indique une différence significative des ratios Q en faveur des entreprises à classe unique. L'étude multivariée montre que la séparation des droits de vote et de la propriété influence négativement les performances, surtout lorsque l'actionnaire dominant a le contrôle effectif de l'entreprise. L'effet se renforce lorsque les flux disponibles sont importants, ce qui est cohérent avec l'hypothèse du retranchement.

Smith, Amoako-Adu et Kalimipalli (2009) comparent les valeurs des actions en fonction du type de structures d'actionnariat dans des conditions de marché diverses (1990, 2000 et 2002). Pour chacune des années, ils disposent de 303 à 456 observations, dont environ 90 sont des ECAM. Ils utilisent différents modèles pour comparer les ECAM aux entreprises à contrôle concentré, mais à classe unique et les entreprises à actionnariat diffus. Les modèles multivariés sont moins explicites que ceux employés par King et Santo. Ils sont centrés sur les effets du *wedge*, qui le joue un rôle significatif dans tous les modèles où elle est associée négativement à la valeur. Un contrôle est établi pour la taille, l'endettement, le pourcentage d'administrateurs externes et l'industrie. Les auteurs concluent que les ECAM s'échangent à un escompte significatif par rapport aux actions de compagnie à contrôle concentré à classe unique d'actions : *consistent with the argument that the dual class structure should lessen corporate value because it lowers shareholder and manager alignment and increases agency problems, we find dual class companies sell at a significant discount to closely-held single class companies* (p.973).

Dans un document de travail, Amoako-Adu, Smith et Baulkaran (2011) rapportent les résultats de l'analyse de 32 cas d'unification de classes multiples survenues dans des entreprises inscrites sur le TSX entre 1989 et 2010. Dans certains cas, comme dans celui de Magna, ces opérations ont

³⁶ Jog, Zhu et Dutta évoquent le faible niveau des coefficients de détermination et l'imputent à la composition de l'échantillon de King and Segal (2009). Cette explication est peu convaincante compte tenu de la similitude des tailles des échantillons, notamment par rapport à l'étude de King et Santor (2008).

coincidé avec une restructuration du conseil d'administration, et les deux effets doivent être séparés si possible. Ils observent que l'unification des classes d'actions augmente la valeur des actions et la liquidité des titres. Le résidu moyen cumulé est de 8% dans la fenêtre [0 +5].

4.4.2 Les études américaines

Adams et Ferreira (2008) proposent une vaste revue de la littérature empirique axée sur le thème général: une action-un vote, qui dédie une large part aux études des conséquences des classes multiples d'actions. Les auteurs analysent les raisons pour lesquelles les travaux empiriques dans ce domaine se heurtent à de multiples difficultés. Plusieurs problèmes, comme celui de l'endogénéité, sont de même nature que ceux évoqués dans la partie 2. La diversité des méthodes, des périodes et des contextes explique que les résultats des travaux empiriques soient partiellement contradictoires. Pourtant, les auteurs concluent (p.85) avec trois observations importantes : il existe un appui certain à l'hypothèse que les déviations du principe une action-un vote influence négativement la valeur, qui provient majoritairement des travaux basés sur des régressions qui expliquent la valeur des entreprises. Peu d'analyses événementielles détectent des effets négatifs lors des adoptions de structures à classes multiples, mais ceci n'est pas surprenant compte tenu des difficultés méthodologiques associées notamment aux effets des anticipations. Enfin, il n'existe que très peu de travaux associant positivement les déviations au principe une action un vote à des effets positifs. Il s'agit essentiellement d'analyses événementielles relativement anciennes.

La situation de la recherche empirique dans ce domaine particulier est donc assez semblable à celle qui prévaut dans l'analyse générale des MPPC. Nous complétons l'analyse par l'étude de quelques travaux récents de haut niveau, qui prennent en compte les divers problèmes méthodologiques avancés.

Masulis, Wang et Xie (2009) s'intéressent surtout aux raisons expliquant que les ECAM aient une valeur moindre que celle des entreprises comparables qui n'ont émis qu'une catégorie d'actions. En s'appuyant sur les résultats des travaux récents qui ont lié la valeur des actions aux structures à classes multiples, ils considèrent que les preuves existent d'une relation négative entre ces structures et la valeur. Ils emploient la technique d'évaluation des liquidités pour analyser comment le taux de dilution des votes influence la valeur de l'ensemble des 503 entreprises à classes d'actions duales américaines, entre 1995 et 2002³⁷.

La valeur marginale des liquidités diminue lorsque la dilution du vote augmente. Le modèle met en relation le rendement des actions et la variation non anticipée des liquidités, ainsi que diverses variables de contrôle. Le taux de dilution du vote est de 2,208. La diminution de la valeur des liquidités est de 0,08 \$ lorsque le taux de dilution augmente d'un écart type, soit 2,064. Au passage, les auteurs vérifient que les dirigeants des ECAM perçoivent des salaires significativement plus élevés que les dirigeants des autres entreprises, sont plus susceptibles d'effectuer des acquisitions qui détruisent de la valeur et effectuent des dépenses en

³⁷ Cette méthode d'évaluation des liquidités est présentée à la section 2.3.3 du présent rapport.

immobilisation moins avantageuses que celles d'entreprises comparables. Les résultats appuient fortement l'hypothèse qui veut que les classes d'actions à droits de vote différents génèrent de forts problèmes d'agence et expliquent la raison de la valeur moindre de la valeur des entreprises.

Gompers, Ishii et Metrick (2010) étudient l'ensemble des ECAM aux États-Unis, ainsi que leurs effets sur la valeur et sur les rendements. Il s'agit d'un article extrêmement élaboré, qui traite dans un premier temps des déterminants des choix des structures à classes multiples. La compréhension de ces déterminants est en effet essentielle pour tenir compte des effets de l'endogénéité. Les auteurs consacrent ensuite des efforts importants pour distinguer les effets d'incitation et de retranchement. Selon la théorie de l'agence, les dirigeants qui possèdent des droits importants aux flux sont incités à agir pour maximiser la valeur des actions. Selon la théorie du retranchement, les dirigeants protégés vont maximiser leur utilité personnelle au détriment de la valeur des actions. Gompers, Ishii et Metrick exploitent la séparation des droits aux flux monétaires et aux votes. Ils montrent que la valeur des entreprises est positivement associée au droit des initiés aux flux et négativement associée à la proportion des droits de vote détenus par les initiés ainsi qu'au *wedge*. En revanche, la variable associée à l'existence d'une structure à classes multiples n'influence pas systématiquement la valeur dans les modèles. Ce n'est pas l'existence de cette structure qui influence la valeur, mais bien l'écart entre les droits de vote et la part des actions détenues, le *wedge*.

Cremers et Ferrell (2013) considèrent les effets des classes multiples comme l'une des MPPC, mais n'observent pas de relation significative entre la variable binaire associée à cette caractéristique et la valeur. Ce résultat est semblable à celui observé par Gompers, Ishii et Metrick, qui défendent que ce n'est pas la présence de cette disposition qui importe, mais bien le *wedge* qui lui est associé.

4.4.3 Conclusion

Nous avons repéré 6 études canadiennes qui traitent des effets sur les performances et sur la valeur des classes d'actions multiples. Une seule conclut à l'absence de relation négative entre la séparation des droits de vote et du contrôle, mais nous ne pensons pas que les résultats de cette étude soient très robustes. Nous sommes surpris par le manque d'effort de conciliation des résultats de cette étude avec ceux des travaux antérieurs ou simultanés, qui concluent tous à un effet négatif de l'écart entre les droits de vote et la proportion des actions détenues ou encore à un effet négatif de la structure duale sur la valeur des actions. C'est la conclusion que nous endossons.

Aux États-Unis, les travaux portant sur la relation entre les ECAM et la valeur, publiés depuis le début des années 2000, concluent à une association négative entre ces structures et la valeur. Ils sont recensés par Masulis, Wang et Xie (2009). Les travaux récents indiquent soit un effet négatif des classes multiples, soit à un effet significatif du *wedge*. Une étude qui porte sur l'ensemble des MPPC ne met pas en évidence d'effet significatif des classes multiples, mais elle néglige de tenir compte du *wedge* car elle n'est pas centrée sur l'étude des classes multiples..

4.5 LES ANALYSES DU SENS DE LA CAUSALITÉ

La majorité des travaux évoqués plus haut mettent en évidence une association : par exemple, les MPPC sont associées à une valeur moindre, mais tentent de tenir compte des valeurs mesurées antérieurement pour s'assurer du sens de la causalité. Les travaux que nous analysons dans cette partie s'attachent strictement à étudier le sens de la causalité. Pour cela, il est souvent nécessaire d'étudier un changement exogène, qui touche toutes les entreprises. Le changement doit influencer la valeur différemment, selon leur MPPC, mais aussi selon plusieurs autres caractéristiques des entreprises.

Lehn, Patro et Zhao (2007) présentent la seule étude récente qui remette en cause le sens de la relation entre les MPPC et la valeur. Ils se basent sur l'observation de la quasi-absence de mesures défensives avant le milieu des années 1985. Ils illustrent d'ailleurs (p.911) le fait que moins de 5% des entreprises avaient adopté les principales MPPC en 1985, à l'exception des CAE (22% des entreprises) et de la majorité qualifiée (98% environ). Ils étudient la relation entre les valeurs relatives estimées entre 1980 et 1985 et les indices G et E qui ont été mesurés au cours des années 90. Si les faibles valeurs impliquent l'adoption de MPPC, on devrait observer une relation significative entre les valeurs des années 80 et les indices basés sur les MPPC adoptées par la suite.

Lehn, Patro et Zhao (2007) observent une forte corrélation temporelle des ratios book-to-market. Les entreprises dont la valeur était faible dans les années 80 sont également celles dont la valeur est faible au cours des années 90. Nous avons emprunté les figures 1A et 1B à ces auteurs. Ces figures illustrent l'importante différence de valeur qui sépare les entreprises à indice E élevé et faible. L'élément important mis en évidence par ces figures, et par les modèles qui les accompagnent, est que la différence de valeur entre les groupes à indice de retranchement élevé et faible existait avant que les MPPC émergent, au milieu des années 80. Par ailleurs, les entreprises à faible valeur ont incorporé de nombreuses mesures défensives, alors que les entreprises à valeur élevée en ont incorporé beaucoup moins, en moyenne. Ceci tient pour l'ensemble des entreprises et n'est pas lié à la disparition des entreprises en mauvaise situation, comme l'indique la juxtaposition des deux figures. Il existe donc des indices clairs à l'effet que les valeurs ont influencé la mise en place des MPPC.

Lehn, Patro et Zhao (2007) répliquent ensuite les analyses de GIM et de Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) en incluant dans le modèle le ratio book-to-market moyen estimé au cours des années 1980 à 1985. Dans les régressions annuelles, très peu de relations significatives apparaissent, ce que les auteurs interprètent comme l'indication que les valeurs induisent les indices et non l'inverse. Toutefois, l'effet moyen mesuré sur l'ensemble des années demeure négatif et significatif. Il semble donc que les valeurs influencent la propension des entreprises à adopter des MPPC et que la causalité ne soit pas strictement des indices vers la valeur. Toutefois, il semble que cette seconde causalité persiste, comme l'indiquent les divers travaux qui ont utilisé une technique de décalage temporel semblable à celle employée par Lehn, Patro et Zhao. La

différence de résultats peut provenir du fait que ces auteurs utilisent une valeur estimée au début des années 90 alors que les autres travaux tiennent compte de la valeur estimée en 1990.

Cremers et Ferrell (2013) constatent que de nombreux changements de gouvernance sont survenus au cours des décennies, ce qui permet d'étudier le sens de la causalité entre les droits des actionnaires et la performance. Pour étudier ces relations dans une perspective de long terme, ils complètent les listes des MPPC pour les années 1978 à 1989, période durant laquelle les indices G et E n'étaient pas disponibles, pour un millier d'entreprises. Ceci permet l'analyse des effets des droits des actionnaires durant trois décennies. Un point tournant de cette problématique est la décision très importante de la Cour Suprême du Delaware dans la cause *Moran v. Household* en 1985. Cette décision, qui assurait la validité des défenses de type pilule empoisonnée, est le type de choc exogène (car non lié aux caractéristiques des entreprises) et non anticipé qu'affectionnent les chercheurs pour établir les liens de causalité. Si les MPPC causent effectivement la diminution de valeur, alors le renforcement de la validité de cette disposition devrait amener un effet plus significatif des MPPC sur les valeurs. Cremers et Ferrell observent une relation significative négative entre l'indice G et le ratio Q qui n'apparaît qu'après le jugement de 1985. Cette relation résiste aux changements de spécification et tient principalement aux effets des pilules empoisonnées. Sans être une preuve irréfutable, cette étude incite fortement à admettre que les MPPC causent la baisse de valeur, et non l'inverse.

Cohen et Wang (2013) étudient l'importance et la direction de la causalité entre les CAE d'une part et la valeur des entreprises d'autre part. L'étude est spécifiquement dédiée à la mise en évidence d'une causalité. Elle exploite la situation particulière créée par deux jugements successifs rendus au Delaware en octobre et novembre 2010, dans le cadre de la bataille qui a opposé Airgas Inc et Air Product and Chemicals, Inc. (ci-après Air Product). Les quatre offres successives d'Air Product ont été rejetées par le conseil d'administration d'Airgas à la fin de 2009 et au début de 2010. Air Product a alors lancé une course aux procurations en vue de l'assemblée des actionnaires prévue en septembre, aidée par le fait que la majorité des actionnaires semblait être favorable à l'offre. Lors de cette assemblée, Air Product parvint à faire approuver un amendement aux statuts qui prévoyait la tenue de la prochaine assemblée 4 mois plus tard, en janvier. Air Product pourrait, à cette occasion, faire nommer de nouveaux administrateurs qui lui seraient favorables. Airgas s'est alors tournée vers la Delaware Chancery Court pour faire invalider l'amendement. Cette cause a attiré une attention considérable, puisque la confirmation de la validité de l'amendement aurait fortement réduit l'efficacité des CAE comme moyen de lutte contre les acquisitions hostiles. Le 8 octobre, la Cour statuait que l'amendement était valide. L'annonce survenait après la fermeture des marchés et elle est associée à une hausse de 2,7% du cours d'Airgas à l'ouverture du lendemain. La cause a été portée en appel et la Cour Suprême du Delaware a infirmé le jugement trois semaines plus tard. Les chercheurs exploitent donc cette séquence d'événements qui, successivement, affaiblissent et renforcent les défenses basées sur les CAE. Si cette disposition a bien un effet sur la valeur des actions, les rendements observés lors des annonces des jugements devraient être fonction de la date de tenue des assemblées annuelles. En effet, la tactique imaginée par Air Product n'est

efficace que dans le cas des assemblées tenues en fin d'année, puisque la Loi du Delaware impose une assemblée par année. Les auteurs prennent plusieurs précautions, dont l'utilisation d'un échantillon de contrôle dont les caractéristiques sont semblables à l'échantillon de référence, pour déterminer les effets des jugements sur les cours des titres en fonction des dates d'assemblée. Les auteurs mettent en évidence une différence de l'ordre de 1% entre les rendements des titres touchés (ceux dont les assemblées se situent en fin d'année) et ceux des entreprises peu touchées (dont les assemblées se tiennent en début d'année). Les circonstances particulières dans lesquelles est menée cette étude permettent d'éviter les biais d'endogénéité et donc de conclure à une relation causale entre l'affaiblissement ou le renforcement des dispositions de CAE d'une part et les variations de cours, l'affaiblissement étant associé à des rendements positifs. Cette étude montre donc que les dispositions d'échelonnement induisent une diminution de la valeur des actions. La baisse est toutefois de faible importance économique, ce qui découle vraisemblablement du fait que le premier jugement n'invalide pas l'échelonnement, mais en réduisait la portée.

Les travaux consacrés à l'analyse de la causalité, ajoutés à ceux qui tiennent compte de ce problème par la méthode du décalage temporel, indiquent que ce sont les MPPC qui induisent une réduction de la valeur et non l'inverse. Il n'est évidemment pas exclu que certaines entreprises choisissent de se protéger davantage parce qu'elles jugent leur valeur relative insuffisante, comme l'indiquent Lehn, Patro et Zhao (2007). Compte tenu de l'abondance de preuves en ce sens, nous considérons que le sens principal de la causalité semble aller des mesures de protection vers la performance des entreprises, sans exclure un effet de la valeur relative sur la propension à implanter des MPPC.

5 CONCLUSION

Les travaux empiriques récents semblent indiquer que les MPPC peuvent réduire les probabilités de faire l'objet d'une offre, mais ne diminuent pas significativement les probabilités d'acquisition ultime. Leur efficacité en tant qu'outil de préservation de la propriété locale des entreprises n'est donc pas établie, à l'exception des mesures les plus lourdes de conséquences que sont le couple CAE et pilules empoisonnées ou l'adoption par les états de lois limitant les prises de contrôle. Les coefficients estimés des modèles permettent de penser que, pour limiter les acquisitions, il serait plus efficace de supprimer les parachutes dorés que d'implanter des CA échelonnés ou des pilules empoisonnées.

Il existe des évidences empiriques fortes à l'effet que les mesures de protection contre les prises de contrôle induisent une baisse de la valeur des entreprises, située entre 10 et 20 %. Il s'agit là d'un effet moyen, qui implique une diminution de valeur moyenne de l'ordre de 700 millions de dollars par entreprise. Les auteurs concluent très majoritairement que ce sont les MPPC qui influencent la valeur et non l'inverse. L'effet moyen observé n'exclut pas que, pour des sous-ensembles d'entreprises qui présentent des caractéristiques particulières, l'ajout de mesures de protection puisse avoir un effet significatif positif. Toutefois, les sous-ensembles d'entreprises

pour lesquels une relation positive apparaît entre les MPPC et la valeur sont le plus souvent de très petite taille.

Les analyses événementielles récentes révèlent que les ajouts de MPPC sont associés à des réactions négatives des marchés et que l'Élimination de ces dispositions augmente la valeur des actions. Les effets mesurés sont le plus souvent économiquement significatifs et sont du même ordre que ceux que nous mesurons par ailleurs lors de l'annonce d'accidents majeurs. Un travail empirique très sérieux doit être mené pour mesurer correctement les effets des ajouts ou retraits des dispositions sur les rendements. Lorsque ces effets ne sont pas correctement modélisés, les résultats des études sont peu fiables. Le niveau de concentration du secteur semble influencer la réaction du marché aux annonces de dispositions limitant les prises de contrôle au niveau des états. Une seule étude conclut que le marché réagit positivement à l'adoption de MPPC. Nous ne considérons pas qu'il s'agisse d'un résultat crédible.

Les analyses qui ont porté sur les années 80 et 90 indiquent généralement que les entreprises qui utilisent largement les MPPC ont des performances boursières inférieures à celles des autres entreprises. La relation semble disparaître depuis le début des années 2000. L'explication la plus plausible à cette disparition est que les investisseurs ont appris à tenir compte des effets des indicateurs de gouvernance et de protection et les ont intégrés dans les prix, comme le veut la théorie de l'efficience des marchés. L'absence de relation entre les MPPC et les rendements au cours des années récentes n'indique donc pas que les mesures défensives soient devenues indépendantes de la valeur. La situation suggère au contraire que les investisseurs ont appris à intégrer correctement les différentes dimensions de la gouvernance dans la valeur des actions.

Au Canada, les travaux les plus rigoureux mettent en évidence une relation négative entre la séparation des droits de vote et du contrôle et la valeur. Une étude canadienne réfute cette conclusion, mais présente de nombreuses faiblesses et nous la jugeons peu crédible. Aux États-Unis comme au Canada, les travaux récents indiquent soit un effet négatif des classes multiples, soit à un effet significatif de l'écart entre les droits de vote et la part des actions détenues sur la valeur. Une seule étude qui porte sur l'ensemble des MPPC ne met pas en évidence d'effet significatif des classes multiples, mais elle n'analyse pas les relations en profondeur.

Globalement, nous estimons que les mesures de protection influencent négativement la valeur des actions. Notre conclusion diffère quelque peu de celle émise par Straska et Waller (2013) qui estiment qu'il est impossible de porter un jugement en raison de la diversité des résultats. Ces auteurs passent en revue les études publiées depuis le début des années 80, alors que plusieurs problèmes majeurs n'avaient pas été pris en compte. Les techniques et les méthodes d'évaluation des effets des MPPC ont évolué rapidement et les travaux publiés en 2013 ont peu en commun avec ceux du début des années 1980. Il reste vrai que certains sous-ensembles d'entreprises aux caractéristiques particulières semblent bénéficier de l'ajout de mesures défensives, par exemple lorsqu'elles n'en avaient pas. Il est également acquis que l'importance des mesures sur la valeur n'est pas une constante et peut varier en fonction des années, de l'activité d'acquisition et des niveaux de concentration des secteurs. Toutefois, l'effet global des mesures reste négatif.

BIBLIOGRAPHIE

- Adams, R. and D. Ferreira (2008). "One Share-One Vote: The Empirical Evidence." Review of Finance **12**(1): 51-91.
- Afonso, E. and M. B. Wintoki (2011). Explaining the Staggered Board Discount.
- Aggarwal, R., I. Erel, M. Ferreira and P. Matos (2011). "Does Governance Travel Around the World? Evidence from Institutional Investors." Journal of Financial Economics **100**(1): 154-181.
- Ahn, S. and K. Shrestha (2013). "The Differential Effects of Classified Boards on Firm Value." Journal of Banking & Finance **Forthcoming**.
- Allaire, Y. (2006). Les actions multivotantes: quelques modestes propositions. Document de politique #1. Institut sur la gouvernance des organisations publiques et privées.
- Amoako-Adu, B., B. F. Smith and V. Baulkaran (2011). Unification of Dual Class Shares in Canada with Clinical Case on Magna International. Financial Services Research Centre, School of Business and Economics, Wilfrid Laurier University.
- Atanassov, J. (2013). "Do hostile takeovers stifle innovation? Evidence from antitakeover legislation and corporate patenting." The Journal of Finance **68**(3): 1097-1131.
- Bates, T. W., D. A. Becher and M. L. Lemmon (2008). "Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control." Journal of Financial Economics **87**(3): 656-677.
- Baulkaran, V. (2013). "Management Entrenchment and the Valuation Discount of Dual Class Firms." The Quarterly Review of Economics and Finance **Forthcoming**.
- Bebchuk, L. (2013). "The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value." Columbia Law Review **113**(Fall): Forthcoming.
- Bebchuk, L., A. Cohen and A. Ferrell (2009). "What Matters in Corporate Governance?" Review of Financial Studies **22**(2): 783-827.
- Bebchuk, L., A. Cohen and C. Wang (2012). Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. Harvard Law and Economics Discussion Paper.
- Bebchuk, L. A. and A. Cohen (2005). "The Costs of Entrenched Boards." Journal of Financial Economics **78**(2): 409-433.
- Bebchuk, L. A., A. Cohen and C. C. Y. Wang (2013). "Learning and the Disappearing Association Between Governance and Returns." Journal of Financial Economics **108**(2): 323-348.
- Bhagat, S. and R. H. Jefferis Jr (2005). The Econometrics of Corporate Governance Studies, The MIT Press.
- Black, B. S., A. G. de Carvalho and É. Gorga (2012). "What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets? Evidence from Brazil (and other BRIK countries)." Journal of Corporate Finance **18**(4): 934-952.
- Black, B. S., H. Jang and W. Kim (2006). "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea." Journal of Law, Economics, and Organization **22**(2): 366-413.
- Black, B. S. and V. S. Khanna (2007). "Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India." Journal of Empirical Legal Studies **4**(4): 749-796.
- Bozec, Y. and C. Laurin (2008). "Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada." Journal of Business Finance & Accounting **35**(1-2): 25-49.
- Brown, P., W. Beekes and P. Verhoeven (2011). "Corporate Governance, Accounting and Finance: A Review." Accounting & Finance **51**(1): 96-172.
- Carhart, M. M. (1997). "On Persistence in Mutual Fund Performance." The Journal of Finance **52**: 57-82.
- Carpentier, C. and J.-M. Suret (2012). Stock Market and Corporate Social Responsibility: A Long-Run Analysis of the Major Industrial Crises. 29th International Conference of the French Finance Association (AFFI) 2012.

- Caton, G. L. and J. Goh (2008). "Corporate Governance, Shareholder Rights, and Shareholder Rights Plans: Poison, Placebo, or Prescription?" Journal of Financial and Quantitative Analysis **43**(2): 381-400.
- Chi, J. (2005). "Understanding the Endogeneity Between Firm Value and Shareholder Rights." Financial Management **34**(4): 65-76.
- Cohen, A. and C. Wang (2013). "How Do Staggered Boards Affect Shareholder Value? Evidence from a Natural Experiment." Journal of Financial Economics **Forthcoming**, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2141410>
- Comment, R. and G. W. Schwert (1995). "Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures." Journal of Financial Economics **39**(1): 3-43.
- Core, J. E., W. R. Guay and T. O. Rusticus (2006). "Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations." Journal of Finance **61**(2): 655-687.
- Cremers, K. and A. Ferrell (2013). "Thirty Years of Shareholder Rights and Firm Valuation." The Journal of Finance **Forthcoming**.
- Cremers, K. and V. B. Nair (2005). "Governance Mechanisms and Equity Prices." The Journal of Finance **60**(6): 2859-2894.
- Cremers, K. J. M., V. B. Nair and K. John (2009). "Takeovers and the Cross-Section of Returns." Review of Financial Studies **22**(4): 1409-1445.
- Cremers, M., A. Pareek and Z. Sautner (2013). Stock Duration and Misvaluation Working Paper.
- Cunat, V., M. Gine and M. Guadalupe (2012). "The Vote Is Cast: The Effect of Corporate Governance on Shareholder Value." The Journal of Finance **67**(5): 1943-1977.
- Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith (2007). "Corporate Governance and the Value of Cash Holdings." Journal of Financial Economics **83**(3): 599-634.
- Duru, A., D. Wang and Y. Zhao (2013). "Staggered Boards, Corporate Opacity and Firm Value." Journal of Banking & Finance **37**(2): 341-360.
- Eckbo, B. E. (2009). "Bidding Strategies and Takeover Premiums: A Review." Journal of Corporate Finance **15**(1): 149-178.
- Elyasiani, E. and J. Jia (2010). "Distribution of institutional ownership and corporate firm performance." Journal of Banking & Finance **34**(3): 606-620.
- Faleye, O. (2007). "Classified Boards, Firm Value, and Managerial Entrenchment." Journal of Financial Economics **83**(2): 501-529.
- Fich, E., A. Tran and R. Walkling (2012). "On the Importance of Golden Parachutes." Journal of Financial and Quantitative Analysis **Forthcoming**.
- Gaspar, J.-M., M. Massa and P. Matos (2005). "Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control." Journal of Financial Economics **76**(1): 135-165.
- Giroud, X. and H. M. Mueller (2010). "Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries?" Journal of Financial Economics **95**(3): 312-331.
- Giroud, X. and H. M. Mueller (2011). "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices." Journal of Finance **66**(2): 563-600.
- Goktan, M. S. and R. Kieschnick (2012). "A Target's Perspective on the Effects of ATPs in Takeovers After Recognizing its Choice in the Process." Journal of Corporate Finance **18**(5): 1088-1103.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick (2003). "Corporate Governance and Equity Prices." The Quarterly Journal of Economics **118**(1): 107-156.
- Gompers, P. A., J. Ishii and A. Metrick (2010). "Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States." Review of Financial Studies **23**(3): 1051-1088.
- Gompers, P. A. and A. Metrick (2001). "Institutional Investors and Equity Prices." The Quarterly Journal of Economics **116**(1): 229-259.

- Grillier, F. and H. Segain (2013). Panorama 2012 des défenses anti-OPA au sein des sociétés du CAC 40. Guide juridique
- Guo, R.-J., T. A. Kruse and T. Nohel (2008). "Undoing the Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards." Journal of Corporate Finance **14**(3): 274-288.
- Harford, J., S. A. Mansi and W. F. Maxwell (2008). "Corporate Governance and Firm Cash Holdings in the US." Journal of Financial Economics **87**(3): 535-555.
- Heron, R. A. and E. Lie (2006). "On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets." The Journal of Business **79**(4): 1783-1807.
- Jog, V., P. Zhu and S. Dutta (2010). "Impact of Restricted Voting Share Structure on Firm Value and Performance." Corporate Governance: An International Review **18**(5): 415-437.
- Johnson, D. J. and N. L. Meade (2011). "Shareholder Wealth Effects of Poison Pills in the Presence of Anti-takeover Amendments." Journal of Applied Business Research **12**(4): 10-19.
- Johnson, S. A., T. C. Moorman and S. Sorescu (2009). "A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices." Review of Financial Studies **22**(11): 4753-4786.
- Kadyrzhanova, D. and M. Rhodes-Kropf (2011). "Concentrating on Governance." Journal of Finance **66**(5): 1649-1685.
- Kaplanski, G. and H. Levy (2010). "Sentiment and Stock Prices: The Case of Aviation Disasters." Journal of Financial Economics **95**(2): 174-201.
- Kay, J. (2012). The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making. Final Report to the House of Commons's Business, Innovation and Skills Committee
- King, M. R. and E. Santor (2008). "Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms." Journal of Banking & Finance **32**(11): 2423-2432.
- King, M. R. and D. Segal (2009). "The Long-Term Effects of Cross-Listing, Investor Recognition, and Ownership Structure on Valuation." Review of Financial Studies **22**(6): 2393-2421.
- Kothari, S. P. and J. B. Warner (2007). Econometrics of Event Studies. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. B. Espen Eckbo (ed.), Elsevier/North-Holland.
- L'Her, J.-F., T. Masmoudy and J.-M. Suret (2004). "Evidence to Support the Four-Factor Pricing Model from the Canadian Stock Market." Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, **14**(4): 1-16.
- Lehn, K., S. Patro and M. Zhao (2007). "Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which?" Journal of Corporate Finance **13**(5): 907-928.
- Lewellen, S. and A. Metrick (2010). "Corporate Governance and Equity Prices: Are Results Robust to Industry Adjustments." Unpublished working paper, Yale University.
- Masulis, R. W., C. Wang and F. E. I. Xie (2009). "Agency Problems at Dual-Class Companies." The Journal of Finance **64**(4): 1697-1727.
- Rose, M. J. (2009). "Heterogeneous Impacts of Staggered Boards by Ownership Concentration." Journal of Corporate Finance **15**(1): 113-128.
- Smith, B. F., B. Amoako-Adu and M. Kalimipalli (2009). "Concentrated Control and Corporate Value: a Comparative Analysis of Single and Dual Class Structures in Canada." Applied Financial Economics **19**(12): 955-974.
- Sokolyk, T. (2011). "The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets." Journal of Corporate Finance **17**(3): 612-627.
- Straska, M. and G. Waller (2013). "Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature." Journal of Financial and Quantitative Analysis **Forthcoming**.
- Stráska, M. and G. Waller (2010). "Do Antitakeover Provisions Harm Shareholders?" Journal of Corporate Finance **16**(4): 487-497.
- Zhang, F. (2013). Shareholder Rights, Managerial Incentives, and Firm Value, Working Paper, University of British Columbia.

TABLEAUX ET FIGURES

Tableau 1 : liste des diverses MPPC incluses dans les indices couramment employés dans la recherche empirique

	Indice G, % des entreprises utilisant chaque disposition en 1990	Indice Entrenchment (Bebchuk, Cohen et Ferrell 2009)	Alternative Takeover Index (Cremers et Nair 2005)
Delay			
Blank check	76,4		Oui
Classified board	59,0	Oui	Oui
Limit to call Special meeting	24,5		Oui
Limit to Written consent	24,4		Oui
Protection			
Compensation plans	44,7		
Contracts	16,4		
Golden parachutes	53,1	Oui	
Indemnification	40,9		
Liability	72,3		
Severance	13,4		
Voting			
Limit to amend Bylaw	14,4	Oui	
Limit to amend Charter	3,2	Oui	
Cumulative voting	18,5		
Secret ballot	2,9		
Supermajority	38,8	Oui	
Unequal voting	2,4		
Other			
Antigreenmail	6,1		
Directors' duties	6,5		
Fair price	33,5		
Pension parachutes	3,9		
Poison pill	53,9	Oui	Via Blank Checks
Silver parachutes	4,1		
State			
Antigreenmail law	17,2		
Business combination law	84,3		
Cash-out law	4,2		
Directors' duties law	5,2		
Fair price law	35,7		
Control share acquisition law	29,6		

Figure 1 : illustration des diverses relations possibles entre les MPPC et la valeur des entreprises

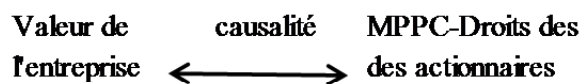
Possibilité 1



Possibilité 2



Possibilité 3



Possibilité 4

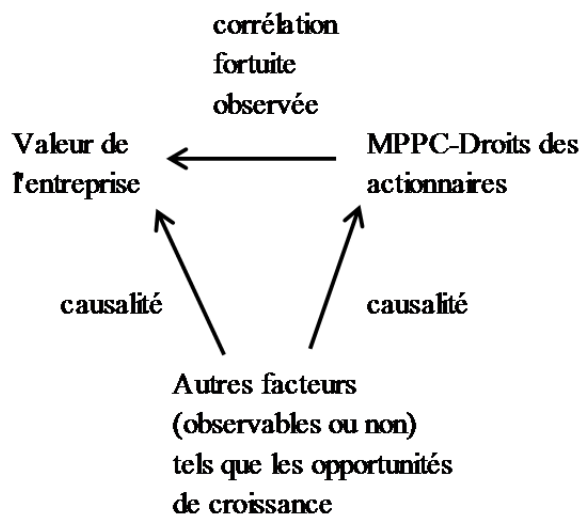


Tableau 2 : Études récentes de la relation entre les MPPC et les probabilités d'acquisition (prA).

Auteurs	MPPC étudiée	Échantillon	Résultats	Commentaires
Core, Guay et Rusticus (2006)	Indice G	10 649 entreprises-années, 1990-1999	Pas de différence significative entre les probabilités de prises de contrôle des entreprises à indice G élevé ou faible	La modélisation ne tient pas compte des différences de caractéristiques des entreprises autres que l'indice G et les périodes
Heron et Lie (2006)	Pilules empoisonnées	526 OPA non sollicitées, 1985-1998	Aucune relation entre la probabilité de prises de contrôle et les pilules empoisonnées	Pas d'effet des MPPC sur les probabilités d'acquisition
Bates, Becher et Lemmon (2008)	CAE	860 offres d'acquisition	CAE n'influence pas la probabilité de faire l'objet d'une offre, mais réduit la probabilité d'offre hostile CAE sans lien avec la probabilité d'acquisition ultime.	Pas d'effet des CAE sur les probabilités d'acquisition ultime.
Sokolyk (2011)	Ensemble des MPPC et indices	574 prises de contrôle, 1990-2004	Pas de relation entre les mesures prises individuellement et la probabilité ultime de prise de contrôle. Seule la combinaison CAE x pilule empoisonnée est liée négativement à PrA	La combinaison d'un CAE et de pilules empoisonnées réduit la PrA. Les autres mesures sont sans effet
Kadyrzhanova et Rhodes-Kropf (2011)	CAE et indice de délai	872 tentatives, univers IRCC, 1990-2006	Les dispositions de délai, incluant le CAE isolé, sont associées à une diminution de la probabilité de recevoir une offre d'acquisition.	Pas de résultat quant à l'effet des MPPC sur acquisitions. Différence entre cette étude et la précédente : Sokolyk utilise les acquisitions complétées alors que la seconde étude emploie les offres initiales.
Goktan et Kieschnick (2012)	Ensemble des MPPC	24 823 entreprises-années 1990-2004 626 acquisitions	L'effet des MPPC est important pour expliquer la probabilité de faire l'objet d'une offre, mais influence peu le succès de ces offres. La probabilité de prise de contrôle ultime dépend surtout des caractéristiques de l'offre.	Étude centrée sur les problèmes d'endogénéité, qui montre l'importance de tenir compte de ce phénomène.
Études portant sur les parachutes dorés				
Sokolyk (2011)	Parachutes dorés	574 tentatives de prises de contrôle, 1990-2004	Les parachutes dorés sont associés à une probabilité supérieure de prise de contrôle.	Confirme 11 résultats antérieurs. L'effet positif est plus important que l'effet négatif observé avec la combinaison CAE x pilule empoisonnée

Tableau 2, suite

Auteurs	MPPC étudiée	Échantillon	Résultats	Commentaires
Bebchuk, Cohen et Wang (2012)	Parachutes dorés	Univers IRCC 1990-2006, 1418 OPA, 1081 prises de contrôle,	Les parachutes dorés sont associés à une probabilité supérieure de prise de contrôle.	Les parachutes dorés incitent vraisemblablement les dirigeants à accepter les offres d'acquisition.
Études sur les mesures prises au niveau des États				
Giroux et Mueller (2010)	Business Combination Laws (BCL)	1978-1995, adoption des Lois sur le contrôle dans divers états américains	L'adoption des BCL dans un état ne modifie pas la PrA dans l'ensemble des secteurs, mais réduit significativement cette probabilité dans les secteurs à forte concurrence.	Les lois qui imposent des délais importants aux prises de contrôle ultimes ne les réduisent que dans les secteurs où la concentration est importante.

Tableau 3 : Études récentes de la relation entre les MPPC et les primes d'acquisition

Auteurs	MPPC étudiée	Échantillon	Résultats	Commentaires
Heron et Lie (2006)	Pilules empoisonnées	526 OPA non sollicitées, 1985 à 1998	Les pilules empoisonnées sont associées à des primes de contrôle plus élevées et à des gains plus importants pour les actionnaires. Le gain est de l'ordre de 6 à 7%.	Les auteurs concluent que les pilules empoisonnées avantagent les actionnaires, mais l'étude ne tient pas compte des coûts associés et se limite au processus d'acquisition.
Bates, Becher et Lemmon, (2008)	CAE	860 offres d'acquisition, 1990 à 2002	Gains totaux des actionnaires des cibles à CAE inférieurs à ceux des entreprises à CA unifié. Différence de primes non significative (39.09% vs 35.93%). Les actionnaires des cibles à CAE bénéficient d'une meilleure distribution des gains que les actionnaires des entreprises à CA unifié.	Les MPPC ont certains effets bénéfiques pour les actionnaires lors des acquisitions. La différence de primes n'est toutefois pas statistiquement significative.
Eckbo (2009)	Pilules empoisonnées	4889 offres d'acquisition, 1980 à 2002	Aucun effet des pilules empoisonnées sur les primes	Pas de contrôle des caractéristiques des offres et des entreprises.
Sokolyk (2011)	Ensemble des MPPC et indices	574 prises de contrôle, 1990 à 2004	L'indice G n'est pas associé à des primes d'acquisition plus élevées. Parmi les mesures individuelles, seules les pilules empoisonnées sont associées à des primes d'acquisition plus importantes.	Résultat cohérent avec les deux précédents.
Kadyrzhanova, et Rhodes-Kropf (2011)	CAE et indice de délai	872 tentatives, univers IRCC, 1990-2006	La prime est mesurée par le rendement anormal cumulé de la fenêtre -5 et +5. Les dispositions de délai, incluant le CAE isolé, sont associées à une augmentation de la prime limitée aux secteurs à forte concentration, de l'ordre de 31,4%.	Dans les secteurs concentrés, les cibles d'acquisitions sont rares. L'acquéreur potentiel est donc déterminé et les dirigeants peuvent exploiter au mieux les MPPC de délai.
Études portant sur les parachutes dorés				
Sokolyk (2011)	Parachutes dorés	574 tentatives de prises de contrôle, 1990-2004	Pas de relation significative entre les parachutes dorés et l'ampleur de la prime d'acquisition.	
Bebchuk, Cohen et Wang (2012)	Parachutes dorés	Univers IRCC 1990-2006, 1418 OPA, 1081 prises de contrôle	les primes obtenues par les entreprises qui ont adopté un parachute dorée dans l'année sont inférieures à celles observées dans des acquisitions semblables par 3,57 à 4,33 points de pourcentage. Cet écart est statistiquement significatif.	Porte exclusivement sur les acquisitions survenues dans l'année qui suit l'adoption des parachutes dorés.
Fich, Tran et Walking (2012)	Parachutes dorés	851 acquisitions complétées entre 1999 et 2007.	Augmentation d'un écart type de la valeur du parachute associée à une réduction de 2,6 points de % de la prime, soit 127 millions de dollars.	

Tableau 4 : liste des principales difficultés des études empiriques des effets des MPPC

	Description	Commentaire
Endogénéité (<i>self selection</i>)	Établir une association entre les MPPC et la valeur ne suffit pas, car les entreprises dont la valeur est faible peuvent être plus susceptibles d'adopter ces MPPC. La causalité est alors inversée. L'endogénéité est un problème majeur des études de la relation MPPC-valeur ou performance	Quelques travaux récents prennent en compte cette difficulté et certains sont strictement dédiés à établir le sens de la causalité. Nous leur consacrons une section.
Colinéarité des MPPC	Les entreprises sont susceptibles d'adopter des MPPC en série. Il devient alors difficile d'isoler les effets de l'une ou l'autre des mesures. Utiliser des indices permet de contourner en partie ce problème.	L'indice G est souvent utilisé, mais comprend des mesures jouant en sens inverse sur les probabilités et les primes d'acquisition. Les indices ATI ou E sont de meilleurs choix.
Hétérogénéité	Les effets des MPPC diffèrent selon les entreprises, notamment en fonction de la concentration du secteur et du contrôle, qui agissent comme des mécanismes alternatifs de contrôle des dirigeants.	Des études sont spécifiquement dédiées à l'étude des effets des MPPC compte tenu de certains autres facteurs. Les chercheurs sont de plus en plus conscients de cette difficulté et la considèrent dans les travaux récents.
Études événementielles		
Effet d'anticipation	Les décisions des assemblées des actionnaires sont anticipées dans de nombreux cas et l'effet éventuel est intégré dans les prix avant cette décision.	S'intéresser aux décisions prises par une courte majorité, dont l'effet ne peut être correctement prévu; utiliser des méthodes qui permettent une discontinuité dans la relation.
Effet d'annonce	L'annonce de l'adoption de mesures défensive indique au marché la probabilité élevée d'une OPA. Il est difficile de distinguer les effets de cette anticipation de celle de la mesure elle-même. Les deux effets peuvent être opposés.	Isoler les adoptions de mesures qui ont été suivies immédiatement par une OPA. Dans ce cas, les effets d'annonce sont vraisemblablement confondus.
Effet de durée	La question est de déterminer si les MPPC induisent une variation à long terme de la valeur. L'étude de rendements durant un ou deux jours est insuffisante pour cela.	Analyser des fenêtres relativement longues autour des annonces. Étudier les possibilités d'effets associés aux anticipations.
Méthodes	Les résultats des études événementielles sont sensibles aux choix des méthodes d'estimation.	Analyser la robustesse en utilisant plusieurs méthodes.
Rendements à long terme		
Méthodes	Les résultats des études événementielles sont sensibles aux choix des méthodes d'estimation.	Analyser la robustesse en utilisant plusieurs méthodes, certaines études en utilisent jusqu'à 7.
Disparition des effets	Les implications des MPPC sont de plus en plus intégrées dans les prix et les effets sur les rendements deviennent négligeables	Analyser séparément les décennies d'apprentissage des effets de la gouvernance (80 et 90).

Tableau 5 : Études récentes de la relation entre les MPPC et la valeur des actions

Auteurs	MPPC étudiées	Échantillon, variables et objectifs	Résultats	Commentaires
Bebchuk et Cohen (2005) (JFE)*	CAE	Échantillon IRRC (1995-2002) Ratio Q ajusté pour le secteur	La présence de CAE est associée à une diminution significative de la valeur Q ajustée pour l'effet de l'industrie. L'effet est plus important dans le cas des CAE inclus dans les statuts que lorsque la disposition apparaît dans les règlements. Effet économiquement significatif. L'écart de valeur est de 17 points.	Étude solide qui prend en considération la majorité des problèmes empiriques importants et établit une causalité. Les CAE provoquent une réduction de la valeur des actions
Lehn, Patro, et Zhao (2007) (JCF)	Indices G, E	Échantillon IRRC (1990-2003) Ratio Market-to-Book	Association significative négative entre la valeur mesurée par le ratio book-to-market, et les indices G et E, valable pour chacune des années et dans l'ensemble. Résultats similaires à ceux de Bebchuk et Cohen (2005).	Les Indices G et E sont associés à une réduction de la valeur des actions, mais les faibles valeurs induisent l'utilisation de MPPC (causalité inverse). Voir la section sur la causalité.
Dittmar et Mahrt-Smith (2007) (JFE)*	Indices G, E	Échantillon IRRC (1990-2003) Valeur attribuée à la liquidité et à la liquidité excédentaire.	Un dollar de liquidité est évalué à 0,42 \$ (indices G ou E élevés) et 1,62 \$ (indices faible). La valeur d'un dollar de liquidité excédentaire double selon que les indices de gouvernance ou de retranchement sont élevés ou faibles	Les firmes à bas G ou E dissipent moins l'excédent de trésorerie que celles où les dirigeants sont protégés. L'effet de la gouvernance sur la valeur attribuée aux liquidités est économiquement très significatif.
Harford, Mansi, et Maxwell (2008) (JFE)*	G, E, CAE	Échantillon IRRC (1993-2004) Liquidité Rentabilité comptable Q	Association négative significative entre la gouvernance et la rentabilité Association négative significative entre les indices G et E et le ratio Q : écart de 12,2% entre les gouvernances faible et forte; l'écart augmente avec les liquidités disponibles	Les Indices G et E sont associés à une réduction de la performance opérationnelle et de la valeur des actions, d'autant plus forte que l'excédent de trésorerie augmente
Bebchuk, Cohen et Ferrell (2009) (RFS)*	Indice E et ses composantes	Échantillon IRRC (1990-2003) Ratio ajusté de l'industrie	E est lié négativement à Q. E mesuré en 1990 est lié négativement à Q mesuré de 1998-2002 (méthode du décalage temporel).	Effet fortement significatif et négatif de l'indice de retranchement E sur la valeur, robuste à diverses spécifications
Bebchuk, Cohen et Wang (2013) (JFE)*	Indices E et G	Analyse des changements survenus au fil des ans dans la relation entre les indices et les rendements et valeurs.	G et E sont liés significativement et négativement à la valeur, et les coefficients sont demeurés inchangés entre les deux sous-périodes analysées	Effet fortement négatif des indices de retranchement sur la valeur, qui persiste depuis les années 90.

Tableau 5, suite

Auteurs	MPPC étudiées	Échantillon, variables et objectifs	Résultats	Commentaires
Creemers et Ferrel (2013) (JF)*	Indice G Composantes de l'indice E	Analyse des effets des MPPC avant et après la confirmation de leur légalité	Depuis la décision Household (1985), les pilules empoisonnées sont significativement et négativement associées à la valeur, même lorsque les autres MPPC sont prises en considération. La valeur de l'entreprise est réduite de 5% lors de l'adoption de pilules empoisonnées. La valeur des entreprises sans pilules empoisonnées diminue de 1,7% pour chaque mesure défensive adoptée.	Effet fortement négatif des pilules empoisonnées (mesure centrale), mais aussi des autres composantes des MPPC, qui influencent négativement la valeur des entreprises. Prise en considération rigoureuse de la majorité des problèmes évoqués en partie 2.
Effet des probabilités de prise de contrôle et du pouvoir de négociation				
Rose (2009) (JCF)	CA échelonné	Échantillon IRRC (1990-2003) Ratio ajusté de l'industrie	La réduction de la valeur associée à la présence du CAE représente en moyenne 700 millions de \$ par entreprise. Le coefficient de la variable CAE est du même ordre que celui observé dans les autres études citées ici. Lorsque les entreprises sans blocs de contrôle sont omises, l'effet disparaît.	Effet global négatif des CAE. Pas d'effet négatif des CAE sur un sous-ensemble restreint d'entreprises sans bloc de contrôle, pour lesquelles les probabilités de prises de contrôle sont considérées faibles (145 obs. environ).
Stráska et Waller (2010) (JCF)	Indices G et E	Échantillon IRRC Étude de l'effet des MPPC lorsque d'autres sont déjà en place	Relation inverse et significative entre les indices et les ratios Q (-12%). Pouvoir de négociation élevé : relation inverse forte entre l'indice E et la valeur (19 points de pourcentage). Pouvoir de négociation faible; relation positive : 8 %.	Effet global négatif des indices E sur la valeur. L'ajout de MPPC dans certaines entreprises à faible pouvoir de négociation peut augmenter la valeur.
Effets de la concentration				
Kadyrzhanova et RhodesKropf (2011) (JF)*	CAE, mesures de délai	Échantillon IRRC (1990-2006) Herfindahl- Hirschman, HHI, Ratio Q ajusté CAE, autres MPPC, Délai	L'effet global des CAE et de l'indice de délai sur la valeur sont négatif, et significatif. Effet important de la concentration : Q est négativement lié aux CAE et aux MPPC de délai dans les secteurs à faible concurrence Q est positivement associé au CAE dans les secteurs à forte concentration	Globalement, effet fortement négatif des CAE et des dispositions de délai sur la valeur. Les MPPC non incluses dans le sous-indice de délais sont associées négativement à la valeur. Les mesures de délais ne sont pas associées significativement à la valeur dans les secteurs à forte concurrence.
Giroud et Mueller (2011) (JF)*	Indices G, E et ATI	Échantillon IRRC (1990-2006) indice Q, ROE, ROA, Croissance.	La valeur (ratio Q) est associée négativement aux indices de gouvernance dans les secteurs industriels non compétitifs. La relation n'est pas significative dans les secteurs à concurrence forte.	MPPC liés négativement aux indicateurs de performance opérationnelle (marge, ROA, croissance des ventes) et à la valeur si la concurrence est faible. Relation MPPC-valeur non significative si concurrence forte.

Tableau 5, suite

Auteurs	MPPC étudiées	Échantillon, variables et objectifs	Résultats	Commentaires
Effets de l'opacité				
Faleye (2007) (JFE)*	CAE	2021 entreprises (1995-2002)	L'effet du CAE sur la valeur est significatif et important économiquement (-18%). Il est présent dans le sous-ensemble des entreprises complexes.	CAE influence négativement la valeur. Endogénéité et diversité des effets pris en considération. Nombreux tests de robustesse. Étude crédible.
Ahn et Shrestha (2013) (JBF)	CAE	1998-2006	Effet significatif négatif des CAE pour l'ensemble des observations (-17 points). L'effet négatif est limité au sous-ensemble des entreprises qui demandent un rôle limité au CA. L'effet des CAE peut être positif dans les entreprises où les besoins d'expertise externe sur le CA sont importants.	Effet négatif global des CAE confirmé. Cet effet n'est pas présent dans un sous-ensemble d'entreprises où les coûts de supervision seraient faibles et les besoins de conseil importants. Il s'agit d'entreprises qui possèdent peu d'actifs tangibles mais sont de grande taille, matures et diversifiées.
Duru, Wang et Zhao (2013) (JBF)	CAE	2002-2008 Opacité estimée à partir de la rotation des actions, de la fourchette, du nombre et des erreurs des analystes	Effet significatif négatif des CAE pour l'ensemble des observations Les CAE ont des effets positifs pour les entreprises opaques, mais réduisent fortement la valeur dans les entreprises dites transparentes.	Effet global négatif confirmé, effet positif des CAE pour un sous-ensemble d'environ 200 entreprises, situées dans le quartile supérieur de la mesure l'opacité.

Tableau 6 : Études événementielles récentes sur les effets de l'adoption ou du rappel des MPPC

Auteurs	MPPC	Échantillon	Résultats	Commentaires
Faleye (2007) (JFE)*	CAE, implantation et rappels	159 Adoptions (1986-2002) 24 rappels (1996-2002) CAR	Adoptions : CAR négatif significatif, fenêtres [-1, +1], [-5, +1], et [-5, +5] : -1.78%. Rappels : CAR positifs, qui atteignent 1.34% pour la fenêtre [-5, 0].	L'adoption des CAE est perçue négativement par le marché. Le rappel des CAE augmente la valeur. Pas de modélisation des anticipations.
Caton et Goh (2008) (JFQA)	Pilules empoisonnées, implantations	449 (1990-2004), mais 50% des observations entre 1998 et 2000 Analyse en fonction des MPPC de l'indice E présentes avant l'adoption	Ensemble : CAR 0,57% significatif, fenêtre [0, 1]. CAR 0,26%, probablement non significatif, fenêtre [-2+2] E=0, entreprises sans MPPC CAR 2,12% positif significatif [0, 1].	L'annonce est reçue positivement, mais l'effet est dû à un sous-ensemble de 71 entreprises sans MPPC antérieures. Nombreux problèmes méthodologiques : date, fenêtre et modélisation des anticipations
Guo, Kruse, et Nohel (2008) (JCF)	CAE, rappel	188 décisions de rappel des CAE (1987-2004), dont 118 avec effet immédiat. sous-échantillon	CAR positifs, qui atteignent 1.82% pour la fenêtre [-1, 1] lorsque la décision a effet immédiat.	Effet positif de même ampleur que celui détecté par Faleye. Le rappel des CAE augmente la valeur. Pas de modélisation des anticipations.
Giroud et Mueller (2010) (JF)*	Implantation lois BC dans 19 états	Firmes Compustat (1985-1991) incorporées dans 19 états Indice Herfindahl	Ensemble des observations : CAR = -0,32 négatif et significatif Secteurs à forte concurrence : CAR = -0,10 non significatif Secteurs faible concurrence : CAR = -0,54 significatif	L'effet de l'implantation des Business Combinations Laws est globalement négatif, mais n'est pas significatif dans les secteurs à concurrence forte
Cunat, Gine, et Guadalupe (2012) (JF)*	CAE et ensemble des MPPC Indice G	1558 (1997-2007) propositions d'actionnaires visant à abroger les dispositions contre la prise de contrôle et 2426 autres propositions d'actionnaires.	Adopter une proposition de rappel de MPPC augmente la valeur de 2,8%, lorsque l'effet n'est pas anticipé. L'effet positif persiste durant au moins 10 jours	Effet négatif significatif des adoptions des MPPC, en tenant compte d'une modélisation complète des effets d'anticipations, et des méthodes économétriques adaptées. Analyse sur des fenêtres relativement longues. Étude très élaborée et convaincante.

Tableau 7 : Études récentes de la relation entre les MPPC et le rendement

Auteurs	MPPC étudiées	Échantillon, variables et objectifs	Résultats	Commentaires
Gompers, Ishii, Metrick, GIM (2003) (QJE)*	Indice G	IRCC 1990-1999	Rendement du portefeuille d'arbitrage : 8,5% par année entre 1990 et 1999.	Les auteurs reconnaissent qu'il s'agit d'une association et ne prétendent pas établir de relation de causalité
Cremers et Nair (2005) (JF)*	G, ATI	Échantillon IRRC (1990-2001) Effet de la propriété de bloc par des institutionnels ou des régimes de retraite publics	Dans l'ensemble : rendement du portefeuille d'arbitrage composé en fonction de G ou ATI procure des rendements anormaux positifs annualisés de 10,8% Rendements anormaux de 14,98% et de 10,83% pour les entreprises avec blocs détenus par des institutionnels ou des régimes de retraite	Interaction forte entre les mécanismes internes et externes de gouvernance. L'effet des MPPC sur les rendements est concentré parmi les entreprises à forte détention institutionnelles Effet négatif de G dans tous les groupes, sauf sans blocs de contrôle lorsque le portefeuille est pondéré
Bebchuk, Cohen, et Ferrell (2009) (RFS)*	E, O	Échantillon IRRC (1990-2003), portefeuille d'arbitrage	Le rendement du portefeuille d'arbitrage s'établit à environ 10% par année.	Relation forte entre les indices de retranchement et les rendements
Johnson, Moorman et Sorescu (2009) (RFS)*	Indices G et E	Échantillon IRRC (1990-1999) Prise en compte des effets sectoriels	Le rendement du portefeuille d'arbitrage ne diffère pas significativement de 0 lorsqu'un contrôle précis des effets sectoriels est établi sur la base du code SIC à trois positions	La relation mise en évidence dans les études antérieures disparaît lorsqu'un facteur sectoriel particulier, mis au point par simulation, est introduit
Lewellen et Metrick (2010) (WP)	Indice G	Échantillon IRRC (1990-1999) Prise en compte des effets sectoriels	Le rendement du portefeuille d'arbitrage basé sur G diffère statistiquement de zéro après ajustement pour le secteur, avec la majorité des classifications sectorielles	Relation forte entre les indices de retranchement et les rendements. Les résultats de l'étude précédente dépendent de la classification sectorielle choisie, et il en existe au moins 24.
Cremers, Nair et John (2009) (RFS)*	Indice G et E	Échantillon IRRC (1990-2004) Prise en compte des fluctuations de l'activité d'acquisition et de ses effets sur la valeur des entreprises.	Ajout d'un facteur de risque de prise de contrôle au modèle. Le rendement du portefeuille d'arbitrage (VW) passe de 8,65% (GIM) à 4,59%. Le rendement ne diffère plus de zéro lorsque les années 2000 à 2004 sont incluses.	La vulnérabilité à la prise de contrôle est une source de risque. Le «facteur de prise de contrôle» introduit dans le modèle d'évaluation des actifs réduit, mais n'élimine pas la relation entre les MPPC et les rendements, jusqu'en 1999.

Tableau 7, suite

Auteurs	MPPC étudiées	Échantillon, variables et objectifs	Résultats	Commentaires
Giroud et Mueller (2011) (JF)*	Indices G, E et ATI	Échantillon IRRC (1990-2006), Rendement de portefeuille d'arbitrage, indice Herfindahl- Hirschman, HHI	Le portefeuille d'arbitrage génère un rendement anormal de l'ordre de 8,28% par année. Pour L'ensemble des observations. Le rendement anormal atteint 17,64% par année dans les secteurs à faible concurrence. Il n'est pas observé dans les secteurs où la concurrence est forte, et s'atténue au cours des années 2000.	Les résultats confirment l'hypothèse de retranchement. Dans les secteurs à forte concurrence, les gestionnaires sont forcés d'adopter des comportements optimaux. Ce n'est pas le cas lorsque la concurrence est faible. Les rendements inférieurs sont cohérents avec l'observation de performances opérationnelles moindres dans les entreprises où les droits des actionnaires sont minimaux.
Bebchuk, Cohen et Wang (2013) (JFE)*	Indice G et E	Échantillon IRRC (1990-2008), Rendements boursiers 1990-2001 et 2002-2008, Indice d'attention	Le rendement du portefeuille d'arbitrage est positif et significatif de 1990 à 2001 et non de 2002 à 2008. L'alpha de la stratégie ci-dessus diminue avec « l'indice de l'attention » qui mesure l'attention de la gouvernance d'entreprise par les médias, les investisseurs institutionnels et les universitaires.	Les investisseurs ont appris à intégrer correctement les effets des MPPC et de la gouvernance en général dans les prix des titres.

Tableau 8 : Études des effets des classes duales d'actions. ECAM signifie entreprise à classes d'actions multiples.

Auteurs	Échantillon	Mesures et méthodes	Résultats	Commentaires
Études canadiennes				
(King et Segal 2009) (RFS)*	7000 entreprises années 1988 à 2005	Ratio Q ECAM Interlistage	Effet négatif significatif de la variable associée aux classes multiples sur la valeur	Résultats crédibles, effet d'interaction fort avec l'interlistage
King et Santor (2008) (JBF)	613 entreprises canadiennes, 1998 à 2005		Effet négatif significatif de la variable associée aux classes multiples sur la valeur	Résultats crédible, influence négative des structures à classes multiples
Jog, Zhu et Dutta (2010) (Corp Gov)	environ 772 entreprises, 1996 à 2005	Ratio Q ECAM Wedge, variables de contrôle	Pas d'effet significatif des classes multiples sur la valeur	Modèle explicatif peu satisfaisant, coefficient de détermination faible, aucune des variables classiques n'explique la valeur
Bozec et Laurin (2008) (JBFA)	500 grandes entreprises canadiennes, 1995 à 1999	Ratio Q Performance d'opération Wedge	La séparation des droits de vote et de la propriété influence négativement les performances et la valeur, surtout lorsque l'actionnaire dominant a le contrôle effectif de l'entreprise	Effets négatif des structures à catégories multiples, selon le wedge, la position de principal détenteur et les flux disponibles.
Smith, Amoako-Adu et Kalimipalli, (2009)	ECAM closely-held widely-held	Ratio Q Tester l'effet de la concentration sur la valeur en utilisant divers types de structure	les ECAM s'échangent à un escompte significatif par rapport aux actions de compagnie à contrôle concentré à classe unique d'actions	Escompte significatif des ECAM
Amoako-Adu, Smith et Baulkaran (2011)	32 cas d'unifications de classes multiples, TSX 1989 - 2010.	CAR	CAT = 8% fenêtre [-1 +5].	Effet positif significatif de l'élimination des classes multiples Amélioration de la liquidité
Études américaines				
Adams et Ferreira (2008) (Review of Finance)	Revue des travaux antérieurs	Relation entre les structures à droits de vote différents et la valeur ou les rendements.	Pas de consensus absolu Évidences multiples d'une relation négative entre les structures à droits différents et la valeur Peu d'évidences provenant des études événementielles.	Situation assez semblable à elle qui prévaut pour les MPPC en général, conclusion logique quand on assemble trois décennies de recherche. Ne prend pas en considération des travaux récents, qui tiennent compte des divers problèmes méthodologiques.

Tableau 8, suite

Auteurs	Échantillon	Mesures et méthodes	Résultats	Commentaires
Masulis, Wang et Xie (2009) (JF)*	503 ECAM américaines, 1995-2002, USA	Variable explicative : divergence entre les droits aux flux et les droits de vote. Analyse des effets sur la valeur des liquidités Rémunération Décisions d'acquisition Décision d'investissement	La relation entre l'évaluation des liquidités et la dilution du vote est statistiquement significative. A mesure que l'écart entre les droits aux flux et les droits de vote augmente, les CEO reçoivent des rémunérations plus élevées, la proportion des acquisitions qui détruisent de la valeur augmente et les investissements contribuent moins à la valeur des actions.	Les résultats appuient fortement l'hypothèse qui veut que les classes d'actions à droit de vote différentes génèrent des problèmes d'agence et expliquent la raison de la valeur moindre de la valeur des entreprises.
Gompers, Ishii et Metrick (2010) (RFS)*	Ensemble des entreprises à classes duales d'actions, USA	Relation entre la différence des droits aux flux et au vote et la valeur ainsi que les rendements.	La valeur de l'entreprise augmente en fonction des droits des initiés aux flux et décroît en fonction des droits des initiés au vote.	Prise en considération très détaillée de l'ensemble des problèmes méthodologiques. La présence d'actions duales importe moins que le wedge
Cremers et Ferrell (2013)		MPPC	Pas d'effet de la variable dichotomique associée à l'existence de catégories multiples sur la valeur	Pas d'effet, mais aucune tentative d'introduire le wedge. Ce n'est pas l'objectif de l'article

Figure 1 : Évolution des ratios *market-to-book* des entreprises des quartiles extrêmes des indices de retranchement E. Les indices sont mesurés en 1990, et la valeur chaque année de 1980 à 2000. Dans le volet supérieur, toutes les entreprises de l'échantillon ont été conservées. Dans la figure du dessous, seules les entreprises survivantes apparaissent. Source : Lehn, Patro et Zhao (2007)

