



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

La performance des sociétés canadiennes contrôlées inscrites au S&P/TSX: les effets favorables d'une vision à long terme sur les considérations environnementales, sociales et sur le rendement des actionnaires

Par

François Dauphin, MBA, CPA
Président-directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 3910, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**

Dépôt légal – Octobre 2023

Bibliothèque et Archives nationales du Québec

ISBN 978-2-924055-58-8 (version française – numérique)

**La performance des sociétés canadiennes contrôlées inscrites au S&P/TSX :
les effets favorables d'une vision à long terme sur les considérations environnementales,
sociales et sur le rendement des actionnaires**

Design par Karine Bellerive

Droits d'auteur © IGOPP / 2023

Ce document est disponible gratuitement sur le site www.igopp.org

La reproduction d'extraits est autorisée à des fins non commerciales avec mention de la source.

Toute reproduction partielle doit être fidèle au texte utilisé.

Remerciements

Je souhaite remercier sincèrement les membres du conseil d'administration de l'IGOPP pour leurs commentaires qui ont servi à enrichir l'interprétation et la portée des conclusions de cette étude. Je tiens également à remercier chaleureusement le Professeur Yvan Allaire pour son inestimable contribution à la réflexion et pour ses commentaires toujours utiles et incroyablement pertinents. Finalement, je tiens à remercier Alarik Drouart-Lopez, chargé de projet recherche à l'IGOPP, de même que tous ceux qui ont participé à la collecte des données individuelles – une tâche pour le moins longue et ardue, mais nécessaire à la réalisation de cette étude.

La performance des sociétés canadiennes contrôlées inscrites au S&P/TSX : les effets favorables d'une vision à long terme sur les considérations environnementales, sociales et sur le rendement des actionnaires

Par

François Dauphin, MBA, CPA
Président-directeur général
Institut sur la gouvernance (IGOPP)

Octobre 2023

Les entreprises familiales constituent l'assise fondamentale des économies de marché. Ces entreprises sont souvent empreintes d'une culture forte ancrée dans les valeurs du fondateur, et cette culture se développe, s'affermi au fil du temps, parfois même au-delà des premières générations qui se succèdent à la direction de la société familiale. Ces sociétés ont tendance à prendre des décisions en fonction d'un horizon à long terme, en considération de l'ensemble de leurs parties prenantes et de l'environnement, car il est naturel pour ces sociétés de vouloir s'assurer que les conditions futures demeureront favorables. C'est l'essence-même d'une création de valeur durable.

Au fil de leur croissance, les plus grandes de ces entreprises ont éventuellement dû faire un appel à l'épargne public. Soucieux de maintenir le contrôle sur les activités de l'entreprise, d'y conserver une culture qui reflète les valeurs à la source des succès passés de la société, ces entrepreneurs-fondateurs souhaitaient préserver le caractère unique de leur entreprise et assurer leur capacité de continuer à insuffler leur vision à long terme malgré la présence de nouveaux actionnaires, anonymes et changeants pour la plupart.

En vertu des impératifs qui leur étaient propres au moment de l'introduction en bourse de leur entreprise, certains entrepreneurs-fondateurs n'avaient pas la possibilité de lever les fonds requis sans diluer leur participation en-deçà du niveau nécessaire au maintien du contrôle, ou ne souhaitaient pas que ce risque se matérialise éventuellement. Ils ont alors fait appel à des mécanismes leur assurant le maintien du contrôle, notamment par l'utilisation de différentes classes d'actions (DCA) conférant à chacune des droits particuliers (multiples droits de vote pour l'une des classes, par exemple, ou des droits exclusifs de nomination de membres au conseil d'administration de façon à en maintenir une majorité).

Que le contrôle soit exercé par une participation directe ou par le recours à une structure DCA, ces sociétés sont fréquemment ciblées par des catégories d'investisseurs qui jugent que leur gouvernance est déficiente, du moins selon les balises établies pour les entreprises ayant un actionariat diffus (sans actionnaire de contrôle). Ces critiques sont souvent encore plus acerbes à l'endroit des sociétés DCA, en raison du contrôle exercé sans une participation économique à la hauteur des droits exclusifs de nomination ou encore du pourcentage des votes exercés. Plusieurs groupes de pression militent fortement pour l'élimination de toute forme de structure DCA.

Ces critiques sont-elles justifiées? Est-ce que la performance économique, sociale et environnementale à long terme des sociétés canadiennes contrôlées inscrites en bourse vient sanctionner cette perception de « mauvaise gouvernance »?

Ces sujets, âprement débattus sur les différentes tribunes en gouvernance, ont également fait l'objet de beaucoup de recherches dans les cercles académiques. Car si des voix s'élèvent contre le maintien du contrôle par des actionnaires fondateurs et leur famille, d'autres se font de plus en plus entendre afin de permettre à de nouvelles générations d'entrepreneurs d'utiliser des structures DCA. Plusieurs pays ont récemment revu leurs règles afin de les autoriser sur leurs principales places boursières, et d'autres – comme la France ou l'Allemagne – considèrent sérieusement le faire dans un proche avenir.

Notre étude vise dans un premier temps à situer le débat et à faire une synthèse des conclusions et résultats provenant des recherches les plus récentes. Ensuite, nous avons comparé la performance des sociétés canadiennes contrôlées appartenant à l'indice S&P/TSX à celle de sociétés canadiennes à actionnariat diffus issues du même groupe. Les comparaisons ont porté autant au niveau des scores ESG (performance Environnementale, Sociale et en termes de scores de Gouvernance) que du rendement total pour les actionnaires sur des périodes de 5 et 10 ans.

De façon générale, à la suite de la revue approfondie des études récentes, celles-ci tendent à confirmer :

- Un **effet favorable du maintien du contrôle sur la capacité d'innovation** des firmes et **une meilleure qualité d'information financière** (incluant l'utilité prédictive des données) divulguée par les sociétés contrôlées ;
- Une **plus importante longévité des firmes contrôlées** comparativement à leurs homologues à une action-un vote ;
- Un **engagement plus prononcé des firmes contrôlées par des familles envers les critères sociaux et environnementaux**, et que cet engagement était observable bien avant que l'investissement qualifié de « responsable » ne devienne une dimension incontournable et donc bien avant la popularité de l'acronyme « ESG » ;
- Qu'il n'y a **aucun appui péremptoire à l'hypothèse que les structures DCA nuisent à la valeur de l'entreprise** ;
- Que les sociétés canadiennes contrôlées, incluant celles avec une structure DCA, montrent des rendements totaux pour les actionnaires à long terme supérieurs à ceux de leurs homologues à actionnariat diffus ;
- Que **les actions des sociétés contrôlées tendent à afficher une volatilité moins grande**, et offrent donc un niveau de risque inférieur pour les investisseurs ;
- Que devant l'évidence de résultats financiers supérieurs pour les sociétés avec DCA, le débat s'est déplacé de plus en plus vers l'imposition de clauses crépusculaires visant à restreindre le maintien du contrôle à un horizon temporel prédéterminé. À cet égard, les discussions sont davantage de nature théorique et difficilement appuyées de façon empirique. Néanmoins, on retient de l'argumentaire que la volonté de maintien de contrôle repose d'abord et avant tout sur la capacité de donner et d'exécuter une vision à long terme à l'organisation, et que l'imposition d'une limite de temps – surtout rapprochée – vient s'opposer à cette qualité première de facto.

Notre propre étude comparative a également permis de dégager plusieurs constats :

- Au niveau de la performance de l'action, nos résultats appuient ceux des études recensées et démontrent que **les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un rendement total pour les actionnaires à long terme supérieur à leurs homologues non contrôlées** ;

- Après comparaison d'échantillons de sociétés appariées selon le système de classification des industries, **les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un meilleur indice de risque ESG non géré que leurs pairs non contrôlés**, et ce, malgré le fait que l'indice soit biaisé en défaveur des sociétés contrôlées ;
- On observe que, depuis plus d'une dizaine d'années, et plus particulièrement lors de l'année de référence 2021, **les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un score environnemental « E » supérieur à celui des sociétés non contrôlées ;**
- En aucun temps depuis 10 ans peut-on affirmer que les sociétés non contrôlées sont supérieures aux sociétés contrôlées en matière de rendement social selon le score « S » ;
- Sans véritable surprise, puisque le fait d'être contrôlé (particulièrement à l'aide d'une structure DCA) a une conséquence négative sur la mesure « G » des différents scores, les sociétés contrôlées sont évaluées – selon le catéchisme des agences de mesure de la gouvernance – comme étant moins bien gouvernées que leurs pairs à actionnariat diffus. L'effet net du score « G » sur les scores combinés ESG vient biaiser les résultats totaux et dépeint une image défavorable et injuste des sociétés contrôlées.

La revue exhaustive des études empiriques récentes et les résultats de notre analyse dans un contexte canadien sont éloquentes : ils n'appuient pas les velléités des catégories d'investisseurs militant pour l'élimination des structures DCA, ni leur approche quasi dogmatique en la matière. Au contraire, les constats devraient sécuriser les investisseurs et les parties prenantes des sociétés contrôlées.

Malgré tous les avantages constatés, on considère plusieurs de ces sociétés contrôlées comme étant mal gouvernées selon les scores qui leur sont octroyés, et le fait de maintenir le contrôle par un mécanisme DCA, cette « tare », se reflète aussi dans leur score global ESG. Pourtant, il serait juste que la qualité de la gouvernance soit corrélée au rendement à long terme et à la bonne performance auprès des parties prenantes (volets E et S), ce qui n'est pas observé avec les scores actuels.

Il s'avère extrêmement difficile de mesurer le niveau de qualité de la gouvernance d'une société par un score obtenu en fonction d'une grille standardisée. Pour l'évaluer correctement, il faudrait être en mesure de capter toute la finesse de la dynamique d'un groupe, la compétence intrinsèque de chacun des membres du conseil, l'intelligence et la sagesse collective des administrateurs, leur compréhension commune du modèle d'affaires, leur capacité à faire preuve de courage au moment opportun, etc. On a élaboré des standards de « bonne gouvernance » qui peuvent se mesurer simplement, des paramètres édictés au fil des ans comme étant chacun des facteurs *qui peuvent contribuer à une meilleure gouvernance* mais qui *ne se substituent pas à la gouvernance elle-même*.

Nous croyons qu'il serait important de dissocier le facteur « G » des facteurs sociaux et environnementaux dans l'évaluation de la performance des sociétés contrôlées. La gouvernance doit être évaluée en fonction des caractéristiques propres à chacune de ces entreprises et il existe possiblement autant de modèles de bonne gouvernance qu'il y a d'entreprises, mais chacune doit adopter la gouvernance qui lui convient et qui démontrera son efficacité, sa capacité à créer de la valeur à long terme. Le rendement total pour les actionnaires à long terme, tout comme la performance sociale et environnementale, sont des *conséquences* de l'efficacité du modèle de gouvernance en place.

L'importance des sociétés familiales contrôlées pour l'économie canadienne est indéniable. Le fait qu'elles aient une longévité supérieure et des retombées importantes auprès de toutes les parties prenantes, qu'elles se montrent préoccupées par les questions environnementales et qu'elles investissent en ayant un horizon temporel qui s'étend parfois au-delà de plusieurs générations, constitue une qualité supplémentaire qui devrait inciter les gouvernements et autres autorités réglementaires à faire en sorte de conserver et encourager ce modèle.

Il ne faut pas se laisser distraire par le discours de tierces parties qui souhaitent imposer un délai à une vision, un terme aux valeurs qui ont permis à des sociétés de s'enraciner pleinement dans leurs communautés.

Table des matières

Sommaire exécutif	5
Introduction	11
Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?	14
Portrait des sociétés contrôlées du S&P/TSX	23
Les sociétés canadiennes contrôlées et les facteurs ESG	26
Le rendement des sociétés canadiennes contrôlées	36
Relation entre le rendement des sociétés contrôlées et le score de gouvernance dans un contexte canadien	39
Constats, discussion et conclusion	41
Références et sources de données	45
À propos de l'IGOPP	50

Introduction

Les entreprises familiales constituent l'assise fondamentale des économies de marché. Ces entreprises sont souvent empreintes d'une culture forte ancrée dans les valeurs du fondateur, et cette culture se développe, s'affermi au fil du temps, parfois même au-delà des premières générations qui se succèdent à la direction de la société familiale.

Ainsi, ces sociétés ont tendance à prendre des décisions en fonction d'un horizon à long terme, en considération de l'ensemble de leurs parties prenantes et de l'environnement, car il est naturel pour ces sociétés de vouloir s'assurer que les conditions futures demeureront favorables. C'est l'essence-même d'une création de valeur durable.

Au Canada, les estimations montrent que les entreprises familiales soutiennent tout près de 7 millions d'emplois, soit environ 47 % main-d'œuvre du secteur privé, et représentent environ 49 % du PIB réel ¹.

Selon une étude du *Creaghan McConnell Group*, les plus grandes de ces firmes paient des salaires nettement supérieurs à la moyenne canadienne et fournissent des avantages sociaux plus généreux (notamment en termes de vacances et de fonds de pension). Plusieurs d'entre elles se retrouvent systématiquement parmi les meilleurs citoyens corporatifs au Canada et se classent avantageusement sur des critères tels que la performance environnementale, l'innovation et la sécurité. Les grandes sociétés contrôlées par des familles sont également parmi les plus grands donateurs auprès d'organismes à vocation caritative, et de nombreuses familles ont aussi mis sur pied des fondations qui se classent parmi les plus importants organismes philanthropiques au Canada.

Au fil de leur croissance, ces plus grandes entreprises ont éventuellement dû faire un appel à l'épargne public. Soucieux de maintenir le contrôle sur les activités de l'entreprise, d'y conserver une culture qui reflète les valeurs à la source des succès passés de la société, ces entrepreneurs-fondateurs souhaitaient préserver le caractère unique de leur entreprise et assurer leur capacité de continuer à insuffler leur vision à long terme malgré la présence de nouveaux actionnaires, inconnus, anonymes et changeants pour la plupart.

En vertu des impératifs qui leur étaient propres au moment de ce premier appel public à l'épargne, tous ces entrepreneurs-fondateurs n'avaient pas la possibilité de lever les fonds requis sans diluer leur participation en-deçà du niveau nécessaire au maintien du contrôle, ou ne souhaitaient pas que ce risque se matérialise éventuellement. Ceux-ci ont alors fait appel à des mécanismes leur assurant le maintien du contrôle, notamment par l'utilisation de différentes classes d'actions conférant à chacune des droits particuliers (multiples droits de vote pour l'une des classes, par exemple, ou des droits exclusifs de nomination de membres au conseil d'administration de façon à en maintenir une majorité). Ces mécanismes à double classes d'actions (DCA) ont connu une certaine popularité et de nombreuses sociétés canadiennes les ont adoptés.

¹ Données tirées de Forbes & Bassett, *Conference Board of Canada*, Septembre 2019.

Que le contrôle soit exercé par une participation directe ou par le recours à une structure DCA, ces sociétés sont fréquemment ciblées par des catégories d'investisseurs qui jugent que leur gouvernance est déficiente, du moins selon les balises établies pour les entreprises ayant un actionnariat diffus (sans actionnaire de contrôle). Ces critiques sont souvent encore plus acerbes à l'endroit des sociétés DCA, en raison du contrôle exercé sans une participation économique à la hauteur des droits exclusifs de nomination ou encore du pourcentage des votes exercés.

Ces critiques sont-elles justifiées? Est-ce que la performance économique, sociale et environnementale à long terme des sociétés canadiennes contrôlées inscrites en bourse vient sanctionner cette perception de « mauvaise gouvernance »?

Ces sujets, âprement débattus sur les différentes tribunes en gouvernance, ont également fait l'objet de beaucoup de recherches dans les cercles académiques.

La présente étude vise dans un premier temps à situer le débat et à faire une synthèse des conclusions et résultats provenant des recherches les plus récentes. Ensuite, la performance des sociétés canadiennes contrôlées appartenant à l'indice S&P/TSX sera comparée à celles de sociétés canadiennes à actionnariat diffus issues du même groupe. Pour ce faire, les comparaisons seront effectuées autant au niveau des scores ESG que du rendement total pour les actionnaires sur des périodes de 5 et 10 ans. Finalement, les principaux constats seront dégagés de façon à formuler des réflexions et des recommandations.

LES DOUBLES CLASSES D'ACTIONS HONNIES PAR LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

En juin 2022, des investisseurs institutionnels totalisant plus de 1 000 milliards \$ en actifs sous gestion se sont réunis pour fonder le *Investor Coalition for Equal Votes*, organisme qui aura le mandat de dialoguer avec les intervenants des marchés et les régulateurs pour obliger toute société voulant s'inscrire en bourse avec une structure de capital de type DCA à adopter une clause crépusculaire temporelle stricte². Ce regroupement, qui compte parmi ses membres le Minnesota State Board of Investment, le New York City Comptroller's Office, le New York State Common Retirement Fund, le Ohio Public Employees Retirement System, et le Washington State Investment Board, représente près de 5,5 millions de membres et prétend parler en leur nom.

C'est le *Council of Institutional Investors* (CII) qui a procédé à l'annonce de cette nouvelle coalition, laquelle s'appuie d'ailleurs sur les positions du CII à l'égard des actions à double classes pour bâtir son argumentaire.

Ainsi, selon le CII, « une action, une voix » est un principe fondamental de bonne gouvernance d'entreprise³. Lorsqu'une entreprise fait appel aux marchés des capitaux pour lever des fonds auprès d'investisseurs publics, ces investisseurs devraient avoir un droit de vote proportionnel à la taille de leurs avoirs. Une seule catégorie d'actions ordinaires avec des droits de vote égaux garantit aussi que le conseil d'administration est redevable également auprès de tous les actionnaires.»⁴

2 Clause prévoyant une date à laquelle les actions multivotantes seront converties en actions à droit de vote unique.

3 Pour une discussion complète de l'argumentaire sous-jacent et des contre-arguments, voir Allaire (2019) dans « [The Case for Dual-Class of Shares](#) ».

4 Traduction libre

Ce principe évoqué par le CII est également repris par les grandes agences de conseil en votes, notamment ISS, Glass-Lewis et Egan-Jones. Dans ses lignes directrices en matière de recommandations de votes, Glass-Lewis est particulièrement clair : « aucun petit groupe d'actionnaires, familiaux ou non, ne devrait avoir des droits de vote différents de ceux des autres actionnaires. [...] Ce pouvoir ne doit pas être concentré entre les mains de quelques-uns pour des raisons autres que la participation économique. Nous considérons généralement qu'une structure d'actions à plusieurs catégories a une incidence négative sur la gouvernance globale d'une entreprise. »⁵

Ces positions se traduisent par des votes défavorables (ou des abstentions) à l'encontre d'administrateurs, en particulier les membres des comités de gouvernance des entreprises ciblées.

UN INTÉRÊT POUR LES STRUCTURES ACTIONNARIALES FAVORISANT LE MAINTIEN D'UN CONTRÔLE

L'accès plus facile au capital privé, conjugué au risque de subir des pressions d'investisseurs activistes ou encore de se voir être en proie à une offre d'achat hostile, fait en sorte que de nombreux entrepreneurs-fondateurs, particulièrement dans le secteur technologique, craignent de faire un premier appel public à l'épargne qui leur ferait perdre le contrôle sur leur entreprise. Afin de s'assurer de pouvoir mener à bien leur vision, ils souhaitent maintenir un certain contrôle sur les activités de recherche et développement, à un rythme de croissance qui sera garant du succès à long terme de l'entreprise.

Alors que, comme nous l'avons soulevé à la section précédente, les structures actionnariales favorisant le maintien d'un contrôle supérieur à la participation économique réelle sont critiquées et attaquées en Amérique du Nord, plusieurs juridictions cherchent au contraire à les introduire afin de faciliter l'accès au capital par ces nouvelles entreprises. Le nombre de nouvelles introductions en bourse étant en diminution constante dans plusieurs grandes places d'échanges, il fallait trouver de nouvelles façons de promouvoir cette forme d'accès au capital.

Après Singapour et Hong Kong en 2018 qui ont permis les structures DCA, le Royaume-Uni a emboîté le pas en 2021, et ce sont maintenant l'Allemagne et la France qui considèrent les intégrer prochainement.

Dans ce dernier cas, le Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris a publié en septembre 2022 un Rapport sur les droits de vote multiples, lequel propose une modification de l'article 228-11 du Code de commerce afin de lever l'interdiction aux sociétés cotées d'utiliser une structure comprenant des actions à droit de vote multiples.

Du côté de l'Allemagne, le ministère fédéral des finances a publié en juin 2022 un document esquissant les principaux changements à venir dans une volonté de moderniser les marchés des capitaux au pays. Dans ce document, le gouvernement indique son intention d'autoriser les structures DCA, particulièrement pour les sociétés en démarrage et en croissance. Les structures DCA étaient prohibées par la législation allemande depuis 1998.

Si les orientations françaises et allemandes demeurent à l'étude, le Royaume-Uni a, pour sa part, choisi d'autoriser les structures à double classes d'actions en imposant toutefois certaines contraintes. En effet, les sociétés qui optent pour une telle structure doivent entre autres prévoir une clause crépusculaire temporelle de cinq ans à compter de la date de l'introduction en bourse, et la classe supérieure doit consentir au maximum 20 droits de vote (ratio de 20:1). Ces conditions limitent donc grandement la portée et la durée du contrôle conférées par la structure à double classes d'actions, et rendent impossible la transférabilité générationnelle du contrôle.

⁵ Id.

Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?

L'IGOPP, qui a pris position formellement à deux reprises sur le sujet des structures DCA, notait en 2006 que « [l']Académie éclaire, mais ne donne pas de réponses définitives » (Allaire, 2006). Treize ans plus tard, après avoir analysé l'ensemble des études empiriques de la relation entre la structure DCA et la performance de l'entreprise de 2007 à 2018, Allaire (2019) constatait que 49 % des études se montraient favorables ou neutres à l'égard des structures DCA, alors que 51 % étaient plutôt défavorables. L'observation attentive des différences de juridictions et des particularités propres à chacune de ces études conduisait l'auteur à la conclusion suivante : « [i]l n'existe aucune preuve irréfutable que les sociétés [DCA] afficheront un rendement boursier ou financier inférieur à celui des sociétés traditionnelles dont les actions ont un droit de vote unique. Il semble plutôt que le contraire soit vrai selon des études récentes. »

Est-ce que ces observations sont toujours valables cinq ans plus tard, en 2023 ? Pour nous en assurer, nous avons procédé à une revue exhaustive des publications académiques portant sur les différents aspects des structures DCA, mais aussi au niveau des sociétés familiales contrôlées par une participation directe (certaines études portant sur les sociétés contrôlées, indistinctement du mécanisme conférant ce contrôle). Cette mise à jour s'intéressait plus particulièrement aux publications ou études diffusées entre 2019 et le mois d'août 2023.

Afin d'élargir la recherche pour intégrer la performance sociale et environnementale des sociétés contrôlées, les publications retenues sur ces caractéristiques touchent à des périodes parfois antérieures à 2019 afin d'obtenir un portrait plus complet des résultats empiriques sur ces sujets plus ciblés.

Le contrôle comme moteur d'innovation

Utilisant une approche ajustée pour le risque et considérant les réactions des marchés à l'introduction de nouvelles règles, Lel & al. (2022) constatent que les investisseurs considèrent positivement les DCA dans les entreprises à forte intensité de recherche. Selon eux, à long terme, l'interdiction des DCA entraîne une diminution des dépenses en R&D et en nombre de brevets, une baisse de la valeur des entreprises et de leur rentabilité. Leurs résultats suggèrent que les DCA augmentent les valorisations et facilitent l'innovation.

D'autres chercheurs ont constaté un effet significatif du contrôle par des DCA sur l'innovation notamment dans les secteurs de haute technologie et dans les secteurs difficiles à innover⁶ (Cao et al., 2020).

⁶ Selon Cao et al. (2020), ces industries sont confrontées à de plus grandes difficultés dans leurs activités d'innovation en raison du temps long et du coût monétaire élevé nécessaires pour convertir les dépenses de R&D en brevets. Les auteurs incluent dans ce groupe les produits pharmaceutiques, les instruments médicaux, les produits chimiques, les ordinateurs, les communications et les industries électriques.

Baran & al. (2023) ont trouvé une association positive entre le contrôle par une structure DCA et la production de brevets, la qualité, la créativité, l'efficacité de la recherche et du développement et la prise de risque par le haut dirigeant. Ces effets positifs se manifestent particulièrement dans les entreprises aux prises avec des contraintes financières et dans les entreprises des secteurs hautement compétitifs. Selon leurs résultats, ces effets favorables se dissiperaient cependant après 10 ans du moment de l'entrée en bourse.

De façon générale, les recherches récentes tendent donc à confirmer un effet favorable du maintien du contrôle sur la capacité d'innovation des firmes inscrites en bourse.

La qualité de l'information financière divulguée

En observant la qualité de l'information financière divulguée par les firmes inscrites en bourse aux États-Unis entre 2012 et 2017, Palas et Solomon (2022) ont trouvé que la qualité des rapports financiers est plus élevée pour les sociétés contrôlées par une structure DCA comparativement à leurs pairs à classe unique, et que cette qualité augmente avec le temps. Les auteurs, qualifiant ce constat de contre-intuitif, estiment ainsi que les fondateurs ou autres détenteurs d'actions de contrôle sont encouragés à fournir aux investisseurs des informations de meilleure qualité en échange de droits de vote supérieurs.

Selon Shobe et Shobe (2022), les entreprises utilisent souvent des arrangements contractuels pour accorder à certains actionnaires un contrôle « disproportionné » sur le conseil d'administration et/ou des pouvoirs particuliers lors de décisions importantes qui sont autrement généralement soumises à l'approbation des actionnaires publics. La frontière entre les entreprises publiques à classe unique et à classe double s'est, selon eux, subrepticement estompée, et de nombreuses entreprises qui sont à classe unique mais qui confèrent à des actionnaires particuliers des pouvoirs tout aussi importants que des détenteurs de classes d'actions à droits particuliers évitent en substance une grande partie de l'examen qui accompagne le fait d'être une société DCA.

Selon Solomon et al. (2020), la capacité à prédire l'évolution des bénéfices futurs à partir de l'information financière divulguée est en moyenne près de 8 % supérieure pour les sociétés DCA que pour leurs homologues à classe unique. Constat similaire auprès de firmes sous contrôle familial au Brésil et en Italie, alors que la qualité de l'information financière divulguée par ces firmes est supérieure à tout autre sous-groupe, et que la qualité s'accroît avec l'âge des firmes (Tommasetti et al., 2020).

L'imposition de contraintes (clauses crépusculaires)

En raison de l'attrait renouvelé dans plusieurs pays pour l'introduction de moyens favorisant le maintien du contrôle (droit de vote majoré pour les actionnaires à long terme et actions à droit de vote multiple), l'encadrement des sociétés qui utilisent ces mécanismes est devenu l'un des sujets les plus étudiés. Vos (2023), par exemple, considère la présence d'actionnaires de contrôle comme une façon de contrer le court-termisme (à condition que ces actionnaires ne soient pas eux-mêmes court-termistes), et propose des solutions visant à revoir la façon dont les systèmes de gouvernance sont conçus (entre autres par l'ajout de contraintes ou de mesures d'encadrement) afin de promouvoir une véritable création de valeur à long terme.

Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?

Liang et al. (2022) trouvent que les firmes DCA affichent un rendement supérieur à celles des firmes à une seule classe lors de leur première émission publique, mais seulement durant les cinq à sept années suivant leur introduction en bourse. Ceux-ci, comme d'autres auteurs (e.g. Yan [2022]), militent donc en faveur de l'imposition d'une clause crépusculaire éliminant la classe d'actions conférant plus de droits après une telle période. Notons toutefois que les auteurs ne comparent pas les firmes au-delà de cette durée, et qu'ils constatent des écarts importants en fonction de la nature des activités des firmes étudiées et en fonction de la présence ou non de clauses crépusculaires au moment de leur introduction en bourse. Weng & Hu (2022), par exemple, sont plus spécifiques et considèrent l'adoption de clauses crépusculaires comme utile surtout auprès de firmes de hautes technologies et d'innovation caractérisées par de forts taux de croissance jumelés à une faible profitabilité.

Merwat et al. (2023) concluent que les actions canadiennes avec DCA ont obtenu de meilleurs rendements que leurs homologues à une seule classe, mais réitèrent être plutôt opposés à l'utilisation de telles structures et suggèrent fortement l'ajout de clauses crépusculaires. Les auteurs indiquent que les investisseurs réagissent favorablement à l'annonce du déclenchement d'une telle clause signifiant la perte de contrôle de la société par ses détenteurs. Pour le démontrer, les auteurs ont analysé l'écart entre la variation du prix de l'action le jour de l'annonce comparativement à la variation observée en moyenne dans l'industrie. Le « delta » qui en résulte, positif dans 10 cas sur 11, est considéré par les auteurs comme une démonstration de cette réaction favorable. Toutefois, les auteurs précisent que ces annonces ont dans plusieurs cas été faites en même temps que la divulgation de résultats trimestriels ou annuels, de même que lors de l'annonce d'une acquisition majeure dans un autre cas, soit des événements qui ont pu influencer cette volatilité quotidienne. De plus, les auteurs ne distinguent pas les clauses crépusculaires dont le déclenchement était prévu depuis plusieurs années et ne requerraient donc pas une annonce formelle. Il est déjà difficile d'établir et d'isoler la réaction des investisseurs en lien avec une information précise, il l'est encore plus d'en attribuer la totalité des effets lors de la seule journée de l'annonce d'un déclenchement d'une clause crépusculaire.

Si certains avantages du maintien du contrôle sont généralement reconnus, les risques soulevés par quelques cas hautement médiatisés (ex. Rogers ou Magna au Canada) font en sorte que l'ajout de clauses crépusculaires soit désormais considéré par de nombreux intervenants comme une bonne pratique (e.g. Rowe & Sweeney, 2022; Yan, 2020). Ces cas sont pourtant anecdotiques en nombre comparativement aux multiples fiascos d'entreprises avec une seule classe d'actionnaires. Néanmoins, c'est autour des clauses crépusculaires que le débat s'est fortement orienté au cours des dernières années (Moore, 2020; Fisch & Solomon, 2019; Kim & Michaely, 2019), et les investisseurs institutionnels affichent clairement leur préférence pour les sociétés qui introduisent de telles clauses (Burson & Jensen, 2021).

D'autres chercheurs voient des avantages à maintenir en place les structures DCA, notamment pour limiter un trop grand contrôle exercé par des gestionnaires de fonds auprès des sociétés cotées en bourse.

D'ailleurs, peut-on vraiment encore parler de sociétés à actionariat diffus lorsque l'on constate l'influence et le poids de certains actionnaires? Bebchuk et Hirst (2022) estiment que BlackRock, Vanguard et State Street détenaient collectivement une participation médiane de 21,9% dans les sociétés du S&P 500 à la fin de 2021, ce qui représentait une proportion de 24,9% des votes exprimés lors des assemblées annuelles de ces sociétés. Ces auteurs confirment que les trois gestionnaires exercent désormais une influence considérable sur les résultats et les décisions des entreprises, à la fois par ce qu'ils font comme engagement actionnarial et par ce qu'ils ne parviennent pas à faire en termes d'intendance. Comme ces pourcentages sont en croissance continue depuis plusieurs années, le risque associé au fait de céder le contrôle pour une société qui le détient est manifeste. Il s'agit en soi d'un argument très fort contre l'imposition d'une clause crépusculaire.

Battocletti et al. (2023) suggèrent que les contraintes imposées aux nouvelles sociétés lors de leur premier appel public à l'épargne soient déterminées non pas en fonction de règles arbitraires, mais soient plutôt fonction des externalités systémiques que ces sociétés peuvent imposer (ex. société qui serait une importante émettrice de gaz à effet de serre). Une telle approche éliminerait la majorité des clauses crépusculaires exigées ou attendues dans les paramètres actuels. Yan (2021) soutient également que l'imposition de clauses crépusculaires fondées sur l'écoulement du temps peut entraîner des conséquences contraires à celles souhaitées, notamment en imposant de facto un horizon à court terme aux détenteurs des actions de contrôle, une possibilité d'autant plus vraie à l'approche du terme prédéfini peu importe sa durée totale au moment de l'émission. Il invite ainsi à la prudence lors de l'établissement de mécanismes ex ante visant à restreindre les pouvoirs ou à éliminer les droits conférés par des actions de contrôle.

Grinapell (2020) souligne d'ailleurs qu'il s'avèrerait très risqué de tenter d'établir une durée ferme (ex. forcer les nouvelles sociétés à intégrer une clause crépusculaire de 5 ou 7 ans), et qu'une réglementation en ce sens pousserait plusieurs sociétés à adopter une structure sous-optimale en plus d'augmenter leur coût en capital (notamment s'ils doivent ultérieurement tenter d'allonger la période de maintien du contrôle). Fullbrook (2018) montre que les sociétés familiales canadiennes contrôlées ont une plus grande longévité que leurs homologues à actionnariat diffus. L'auteur démontre également que ces sociétés ont davantage de stabilité à la fonction de PDG de l'entreprise. Des caractéristiques qui n'invitent assurément pas à une limitation du terme pour le contrôle.

Le débat sur les clauses crépusculaires n'est donc pas tranché. Cependant, le maintien du contrôle étant d'abord appuyé sur un argumentaire de vision à long terme, il apparaît pour le moins saugrenu d'imposer un terme de 5 à 7 ans, ce qui ne constitue d'aucune façon une période à « long terme » à l'échelle de la longévité observée dans la majorité des entreprises familiales. La variance observée dans la durée de « l'effet favorable » d'une structure DCA après une introduction en bourse montre en soi qu'il est risqué de trancher arbitrairement en faveur d'un nombre d'années sans tenir compte d'un ensemble de caractéristiques propres à chaque entreprise.

D'ailleurs, il est à noter qu'en l'absence de la possibilité d'opter pour une structure DCA, de nombreuses firmes incluses dans ces études empiriques n'auraient jamais fait ce premier appel public à l'épargne.

Performance sociale et environnementale

Peu d'études se sont véritablement intéressées à la performance environnementale et sociale des sociétés contrôlées. Les approches théoriques prévoient cependant un intérêt naturel chez les entreprises contrôlées – en particulier par des familles – pour les causes sociales et environnementales.

En utilisant un échantillon d'entreprises chinoises, Ma (2023) constate que les entreprises familiales sont plus susceptibles (que leurs contreparties non contrôlées par des familles) de disposer d'un système qui guide la mise en place et le développement de leurs activités de responsabilité sociale d'entreprise (RSE). Ma (2023) trouve que les entreprises familiales sont également plus susceptibles d'adopter les lignes directrices du GRI (*Global Reporting Initiative*) et divulguent beaucoup plus d'informations sur leurs pratiques RSE. L'auteur conclut que ses résultats concordent avec l'idée selon laquelle les entreprises familiales sont plus orientées vers le long terme et, par conséquent, qu'elles se soucient davantage de leur réputation et utilisent la divulgation de la RSE comme moyen d'établir et de maintenir une bonne réputation et de légitimer leur comportement.

Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?

Pour leur part, Cordeiro et al. (2018), analysant 500 grandes sociétés indiennes, ont trouvé une forte relation entre la présence d'un contrôle et d'une gestion familiale et la promotion de niveaux plus élevés d'engagement en matière de responsabilité sociale.

Selon une perspective épousant la théorie de la «richesse socio-émotionnelle», les entreprises familiales seraient plus enclines à adopter des activités d'engagement proactif auprès des parties prenantes, car, ce faisant, elles préservent et améliorent cette richesse dite socio-émotionnelle (Cennamo et al., 2012). Le concept de «richesse socio-émotionnelle» (*Socioemotional Wealth*) fait référence à une variété d'aspects non financiers de la propriété de l'entreprise qui répondent aux besoins affectifs de la famille, tels que l'identité, la capacité à exercer une influence familiale et la perpétuation de la dynastie familiale. On y retrouve des caractéristiques qui peuvent influencer la RSE, tels que le désir d'obtenir un statut social élevé dans une communauté locale et de répondre aux besoins liés à l'identification organisationnelle et familiale, par exemple (Block et Wagner, 2014). À cet effet, Berrone et al. (2010) ont constaté que les entreprises publiques sous contrôle familial protègent leur richesse socio-émotionnelle en ayant une meilleure performance environnementale que leurs homologues non familiales, en particulier au niveau local. Ils ont également constaté que l'effet positif de l'actionnariat familial sur la performance environnementale persiste que le PDG soit un membre de la famille ou que ce dernier exerce à la fois les fonctions de PDG et de président du conseil d'administration.

On retrouve peu d'études qui contredisent ces résultats favorables. Toutefois, Hettler et al. (2021) ont observé, dans un contexte américain, une association négative entre une structure DCA et la performance sociale des entreprises, principalement en ce qui concerne les dimensions liées à la communauté et aux employés. Avec un échantillon de firmes américaines entre 2013 et 2016, Cullinan et al. (2020) ont aussi trouvé des différences statistiquement significatives en faveur des firmes à une seule classe d'action comparativement à leurs homologues DCA pour les scores sociaux et environnementaux. On note cependant que leur échantillon de firmes-années DCA est très petit comparativement à celui de leurs pairs à simple classe (260 contre 3 140), et que les entreprises à une seule classe d'actions étaient en moyenne deux fois plus importantes en termes d'actifs totaux comparativement aux firmes DCA. Or, il y a une très forte corrélation entre la taille de la firme et le niveau de divulgation ESG; cette importante différence de taille de firmes entre les deux groupes étudiés invite donc à considérer ces observations avec prudence.

Dans un contexte similaire aux deux études précédentes, l'analyse d'un échantillon de firmes américaines entre 2001 et 2010, a permis à Sah et al. (2022) de conclure que les entreprises sous contrôle familial ont tendance à avoir une perspective à long terme et sont plus intéressées que les entreprises non familiales à bâtir une bonne réputation et une forte image de marque pour leurs descendants, de façon à établir leur héritage, et ce, en concordance avec la théorie de la richesse socio-émotionnelle.

Cordeiro et al. (2020), à l'aide d'un échantillon de 2 755 firmes-années durant la période 2010-2015 aux États-Unis, montrent que les sociétés détenues par des familles propriétaires et des propriétaires DCA, comme structure de propriété, interagissent favorablement avec la diversité de genre pour influencer positivement la performance environnementale des entreprises et pour aider à faire progresser les préférences personnelles des propriétaires en matière de responsabilité sociale et environnementale de ces entreprises.

D'autres chercheurs trouvent une relation semblable dans un contexte français, notamment le fait que l'identité familiale et l'implication de la famille dans le capital et la gestion influencent positivement la performance RSE (Brahem et al., 2021).

Analysant les scores ESG portant sur différentes composantes (en utilisant les scores Vigeo) pour 363 firmes majoritairement européennes et nord-américaines, Hirigoyen et Poulain-Rehm (2014) n'ont toutefois trouvé aucune différence statistiquement significative entre les activités RSE des entreprises familiales et celle des autres firmes. Même si les scores moyens des entreprises familiales étaient plus élevés en termes de ressources humaines, d'engagement communautaire, d'environnement et de comportement commercial, les tests statistiques se sont révélés non significatifs. Les auteurs notent en revanche des différences importantes en matière de scores de gouvernance, les sociétés familiales obtenant des résultats inférieurs à leurs homologues. À cet égard, Caffort (2021) souligne que les agences de notation tierces qui se prononcent régulièrement sur de telles questions font une application rigide de paramètres de gouvernance d'une manière beaucoup trop grossière, rendant impossible de juger efficacement comment les entreprises familiales sont dirigées et gérées. Il ajoute que non seulement ces mesures ignorent bon nombre des avantages que l'actionnariat familial apporte à la gestion d'entreprise, mais elles perdent également de vue les preuves empiriques que l'auteur recense : les entreprises familiales génèrent de meilleurs rendements avec un risque moindre pour les capitaux employés.

Utilisant plutôt le classement KLD pour déterminer leurs variables environnementales pour 232 firmes américaines entre 2001 et 2009, Abeysekera et Fernando (2020) ont trouvé que, lorsqu'il s'agit d'atténuer les préoccupations environnementales susceptibles de nuire à la société et d'augmenter l'exposition aux risques de l'entreprise (ce que les auteurs définissent comme des intérêts convergents, soit lorsque les intérêts des actionnaires et les intérêts sociétaux coïncident), les entreprises familiales réussissent au moins aussi bien que les entreprises non familiales à protéger les intérêts des actionnaires.

Block et Wagner (2014) ont aussi utilisé les données KLD pour étudier les différences sur plusieurs composantes ESG entre les firmes familiales et non familiales parmi 286 des plus grandes firmes américaines, pour la période comprise entre 1993 et 2003. Les auteurs ont trouvé une association négative entre l'actionnariat familial et la performance RSE liée à la communauté, mais ils ont trouvé que l'actionnariat familial était positivement associé aux aspects de la RSE liés à la diversité, aux employés, à l'environnement et aux produits.

Fait à noter pour ces deux dernières études, les auteurs ont observé que les données de KLD étaient souvent incomplètes et de nombreuses observations ont ainsi dû être abandonnées de leur échantillon respectif en raison de ces données manquantes.

Au niveau de la divulgation en matière de développement durable, des chercheurs ont trouvé que les entreprises familiales italiennes sont plus sensibles à l'exposition médiatique que leurs homologues non familiales et que le contrôle familial améliore la divulgation en matière de durabilité lorsque ce contrôle est associé à une influence directe de la famille sur l'entreprise, par la présence du fondateur au conseil d'administration ou par la présence d'un PDG familial (Gavana et al., 2016).

Hormis quelques exceptions, les études empiriques tendent à confirmer un engagement plus prononcé des firmes contrôlées par des familles envers les critères ESG.

Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?

Les exceptions rencontrées montrent que le niveau d'engagement des sociétés familiales, dans le pire des cas, n'est pas différent des autres firmes, ou, dans certaines situations, n'est pas supérieur sur la totalité des dimensions environnementales ou sociales étudiées.

Néanmoins, pour la majorité des cas, il est à noter que cet engagement des sociétés familiales contrôlées était observable bien avant que l'investissement qualifié de « responsable » ne devienne une dimension incontournable et donc bien avant la popularité de l'acronyme « ESG » dans le lexique quotidien. On note ainsi l'importance de l'aspect réputationnel dans une perspective à long terme – sur plusieurs générations dans certains cas – qui invite nécessairement à une prise en compte des facteurs sociaux et environnementaux par ces sociétés contrôlées par des familles. La durabilité fait partie de l'ADN de ces firmes, elle n'a pas à être imposée par des pressions externes.

Rendement

Depuis une vingtaine d'années, un argument est souvent avancé à l'encontre des structures DCA : ces structures nuisent à la valeur des sociétés qui les adoptent. Quelques études empiriques tendent à appuyer cet argument, alors que, selon une revue de la littérature publiée entre 1986 et 2020 réalisée par Lidman & Skog (2022), un certain nombre d'entre elles – ils en dénombrent 21 – concluent que les structures DCA nuisent à la valeur des entreprises au fil du temps, que les sociétés DCA se négocient à des valorisations inférieures et que les sociétés DCA offrent des rendements inférieurs. Toutefois, ces mêmes auteurs rapportent qu'un plus grand nombre d'études empiriques, soit 28, montrent que les structures DCA ont des effets positifs sur la valeur de l'entreprise, ou qu'elles n'ont pas d'effet négatif.

Considérant que d'autres revues de littérature et méta-analyses arrivent aux mêmes constats (e.g. Adams & Ferreira [2008], Adams & al. [2016], Shen [2016], Fisch & Solomon [2019], Hossain & Kryzanowski [2019], Gurrea-Martínez [2021], Reddy [2021]), la conclusion de Lidman & Skog semble appropriée : « [d]un point de vue théorique et scientifique, l'argument (ou l'hypothèse) selon lequel les structures DCA en général nuisent à la valeur de l'entreprise doit donc, à ce stade, être considéré comme non étayé. »⁷ Une conclusion qui vient à nouveau appuyer celle formulée par l'IGOPP antérieurement (Allaire, 2019).

En fait, les études les plus récentes portant sur les rendements des sociétés contrôlées inscrites en bourse tendent à démontrer que celles-ci affichent plutôt des rendements supérieurs à leurs homologues à une action-un vote, du moins sur le long terme.

Par exemple, le 31 juillet 2017, S&P Dow Jones Indices annonçait que les sociétés ayant une structure DCA ne seraient plus intégrées à son indice phare, le S&P 500. Cette annonce a servi de contexte pour une étude visant à évaluer l'effet de cette mesure sur l'indice. Ainsi, Deluard (2022) a trouvé que 55 sociétés DCA ont atteint la capitalisation boursière qui les aurait qualifiées pour l'inclusion à l'indice S&P 500, mais que celles-ci n'ont pas été considérées en vertu de la nouvelle règle de décision. Ces 55 sociétés ont obtenu une performance de 15 % supérieure à l'indice S&P500 entre le 1^{er} août 2017 et le 31 décembre 2021. Toujours selon Deluard (2022), les sociétés contrôlées par des

⁷ Traduction libre de "[f]rom a theoretical and scientific point of view, the argument (or hypothesis), that DCS-structures in general damage company value, must therefore, at this point, be viewed as unsupported."

DCA dépensent davantage en R&D et tendent à croître plus rapidement que leurs pairs avec une action-un vote. Sur une période de 20 ans, l'auteur conclut qu'un portefeuille composé d'actions de sociétés DCA (pondéré selon la capitalisation boursière) affichait un rendement de 38,8% supérieur à la performance de l'indice Russell 3000. Sans pondération pour la capitalisation boursière, le rendement demeure plus élevé de 7,2%. **S&P Dow Jones Indices a renversé sa décision en 2023 et accepte de nouveau les entreprises DCA qualifiées.**

Analysant l'univers global des entreprises (Amérique du Nord, Europe, Asie-Pacifique), Klerk et al. (2020) ont constaté que les entreprises familiales ont surperformé face à leurs homologues non familiales en moyenne de 370 points de base par an depuis 2006 jusqu'à fin juin 2020.

Au Canada, en utilisant un indice rééquilibré annuellement selon des contraintes préétablies, et calculé par S&P Dow Jones Indices, Joli-Cœur et al. (2022) trouvent que, de juin 2005 à juin 2021, l'Indice « a généré un rendement cumulatif total de 325,1 % comparativement à 221,9 % pour l'indice composé S&P/TSX. Le rendement annuel moyen de la période s'est établi à 9,4 % pour l'Indice familial contre 7,6 % pour l'indice S&P/TSX ».

Toujours dans un contexte canadien, Merwat et al. (2023) ont trouvé que les entreprises DCA ont obtenu un rendement total supérieur de 3,7 % en moyenne comparativement à l'indice de référence pour la période de 1980-2022 (TSE300 de 1980-2002 et S&P/TSX Composite de 2002 à 2022). Les auteurs ont également conçu un portefeuille pondéré en fonction des capitalisations boursières⁸, constitué de sociétés avec DCA, et l'ont comparé à l'indice S&P/TSX Composite. Leurs résultats montrent que le portefeuille de sociétés avec DCA s'est apprécié de 513 % entre 2002 et 2022, alors que l'indice de référence s'est apprécié de 390 %. Sur une base annuelle, cela représente un taux de rendement annuel composé (TRAC) de 8,7 % pour le portefeuille DCA comparativement à 7,6 % pour l'indice.

Au-delà des rendements associés au prix de l'action, Cheng et al. (2020) constatent que les entreprises avec DCA investissent plus efficacement que leurs homologues à classe unique, et que cet effet est plus prononcé parmi les entreprises dont les investissements sont moins transparents, comme la R&D. Ils trouvent également que, parmi les entreprises les plus vulnérables au risque de surinvestissement⁹, les entreprises DCA ont une rentabilité comptable future plus élevée et des rendements futurs moins volatils.

Cette volatilité moins élevée, Fullbrook (2018) la démontre aussi au niveau des sociétés familiales dans un contexte canadien, l'auteur précisant que ces firmes sont moins risquées pour les investisseurs. En effet, la volatilité annuelle moyenne de leur échantillon d'entreprises familiales était de 36 % sur 33 ans, comparativement à 51 % pour les sociétés à actionnariat diffus sur 35 ans.

La volatilité est possiblement en partie réduite par le versement de dividendes réguliers par la plupart des sociétés contrôlées arrivées au stade de maturité. Dans un contexte suédois entre 1998 et 2014, Sekerci (2020) constate que les propriétaires familiaux détenant des DCA préfèrent canaliser les flux de trésorerie de l'entreprise vers un paiement de dividendes plus élevé, et qu'ils le font dans une certaine mesure pour répondre à la demande des investisseurs

8 Le portefeuille constitué par les auteurs était ajusté pour retrancher les sociétés qui perdaient leurs actions multivotantes au cours de la période.

9 Le risque de surinvestissement est souvent utilisé pour justifier l'élimination des actions à droit de vote multiple. Il est associé au phénomène selon lequel des dirigeants ou propriétaires investissent volontairement dans des projets à valeur actuelle nette négative afin de générer des bénéfices privés ou des avantages personnels au détriment des actionnaires subalternes. La variable de « surinvestissement » est calculée par Cheng et al. (2020) selon un processus en deux étapes, d'abord par la quantification des positions de liquidités et d'endettement selon un classement par déciles, puis par des modélisations par régression linéaire.

Que disent les études sur ce sujet au cours des années récentes ?

et que ceci est perçu positivement par le marché. L'auteur ne contrôle toutefois pas ses données pour la nature de l'industrie ni pour le niveau de risque associé aux investissements dans l'entreprise.

Dans un contexte canadien, les trois études récentes citées précédemment viennent confirmer les résultats constatés depuis plus de deux décennies (Allaire [2019] dénombrait 6 comparaisons univariées montrant des rendements supérieurs pour les sociétés canadiennes ayant une structure DCA). Ces constats tendent à affirmer l'avantage observé pour ce type de sociétés.

Portrait des sociétés contrôlées du S&P/TSX

Nous avons observé l'ensemble des entreprises qui composaient l'indice S&P/TSX en date du 23 novembre 2022, et nous avons analysé la structure actionnariale de façon à identifier les entreprises pour lesquelles un fondateur ou une famille exerçait directement ou indirectement un certain contrôle. Ce contrôle peut s'exercer par la présence de deux classes d'actions, dont l'une accorde, par exemple, un nombre de votes supplémentaires comparativement à la classe subalterne (dans certains cas, les deux classes d'actions ont les mêmes droits de vote, mais l'une des classes concède des droits de nomination au conseil), ou encore par la détention directe d'au moins 20% des actions ordinaires lorsqu'il n'y a qu'une seule classe d'actions.

Parmi les 251 sociétés composant l'indice à ce moment, 90 étaient considérées sous contrôle selon nos critères. Le **Tableau 1** montre quelques statistiques au sujet de ce groupe. On constate que ces sociétés ont été fondées en moyenne il y a plus de 50 ans, qu'elles totalisent une capitalisation boursière de près de 800 milliards de dollars, et qu'elles emploient tout près d'un million de personnes. L'écart important observé entre la moyenne et la médiane au niveau des revenus et de la capitalisation boursière montre qu'il y a d'importantes différences de taille entre les sociétés qui composent l'échantillon; la moyenne est ainsi tirée vers le haut par la présence de très grandes entreprises.

À titre comparatif, l'âge moyen des firmes non contrôlées est similaire à 50,07 ans, mais la médiane est inférieure à 35 ans. La moyenne semble plus élevée en raison de l'inclusion de sociétés qui ont un cadre particulier (ex. grandes banques, sociétés ferroviaires). En retranchant ces cas, la moyenne d'âge des firmes non contrôlées est plutôt de 41,57, une différence de moyenne statistiquement significative à l'avantage des sociétés contrôlées ($t=1,868$; $p=0,032$). Ce résultat concorde avec la longévité plus élevée observée pour les sociétés familiales canadiennes par Fullbrook (2018).

Ces statistiques descriptives montrent encore une fois l'importance de ces firmes pour l'économie canadienne.

Tableau 1

Statistiques descriptives, échantillon de sociétés sous contrôle familial ($n^{10}=90$)

	Revenus (M \$)	Capitalisation boursière (M \$)	Nombre d'employés	Années d'existence
Moyenne	7 661,2	8 878,3	10 789	50,47
Médiane	1 082,3	2 377,8	2 500	42,50
Total	689 508,7	799 046,1	960 194	4 542,00

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

¹⁰ Afin de réduire les variations induites par les sociétés de plus petite taille, plusieurs analyses des sections subséquentes ont été menées en excluant celles dont la capitalisation boursière était inférieure à 500M\$. L'échantillon ainsi réduit se compose de 68 sociétés sous contrôle familial.

Le contrôle est exercé au moyen de DCA pour 69 des 90 sociétés identifiées. Le **Tableau 2** montre que ce nombre est demeuré relativement stable au fil des dernières années, mais que celui-ci est le résultat de l'intégration de 14 nouvelles sociétés qui ont opté pour une structure DCA entre 2019 et 2022, alors que 12 autres ont quitté le groupe.

Tableau 2
Nombre de sociétés inscrites au S&P/TSX et contrôlées à l'aide de classes d'actions différentes, évolution depuis 2019

	2019	2020	2021	2022
Nombre d'entreprises ayant deux classes d'actions, inscrites au S&P/TSX au début de l'année	67	65	65	71
Nouvelles sociétés ayant fait appel au public avec des actions comportant deux classes différentes durant l'année	2	2	10	0
Entreprises privatisées, acquises ou ayant perdu la classe d'actions donnant le contrôle durant l'année	4	2	4	2
Nombre d'entreprises ayant deux classes d'actions, inscrites au S&P/TSX à la fin de l'année	65	65	71	69

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Parmi les 12 sociétés qui ne font plus partie du groupe, comme on peut le constater au **Tableau 3**, trois l'ont fait volontairement en éliminant la classe d'actions qui conférait des droits supplémentaires à leurs détenteurs.

Tableau 3
Raisons pour lesquelles les sociétés ont été exclues du groupe des sociétés contrôlées par des doubles classes d'actions entre 2019 et 2022

Raison de la sortie	Nombre de sociétés
Société acquise ou privatisée	6
Proposition soumise en assemblée pour éliminer la classe d'actions avec droits supérieurs (décision volontaire ou entente avec les fondateurs)	3
Condition causant l'activation d'une clause de conversion automatique	3
Total	12

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Du groupe des 69, cinq sociétés ont deux classes d'actions dont l'une des classes confère des droits particuliers à son détenteur pour la nomination et l'élection d'un certain nombre d'administrateurs. Les 64 autres ont plutôt une structure selon laquelle une des classes d'actions donne des droits de vote différents de la classe subalterne. Le multiple utilisé varie passablement d'une société à une autre, comme on peut le constater au **Tableau 4**, bien que le multiple de 10 voix par action pour la catégorie supérieure comparativement à une voix pour les actions subalternes demeure la structure la plus populaire. On retrouve aussi 19 sociétés dont une catégorie d'actions confère 1 droit de vote, alors que la catégorie subalterne est sans droit de vote.

Tableau 4

**Nombre de sociétés utilisant différents ratios des droits de vote
(catégorie supérieure : catégorie subalterne)**

Ratio	Nombre	Ratio	Nombre
100:1	3	10:1	25
50:1	3	9:1	1
50:0	1	6:1	1
30:1	1	5:1	1
25:1	1	4:1	5
20:1	3	1:0	19

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Parmi les 90 sociétés contrôlées, 21 le sont par une participation directe d'au moins 20 % des actions ordinaires. Le **Tableau 5** résume le nombre de sociétés selon différents niveaux de participation.

Tableau 5

**Nombre de sociétés contrôlées par la propriété directe ou indirecte
d'au moins 20 % des actions ordinaires**

% de propriété	Nombre de sociétés
Plus de 50 % des actions ordinaires	7
Plus de 33 % mais moins de 50 %	3
Plus de 20 % mais moins de 33 %	11

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Les sociétés canadiennes contrôlées et les facteurs ESG

Pour observer la performance environnementale, sociale et le score de gouvernance, nous avons recueilli des données de différentes sources, telles que décrites ci-dessous :

- **L'indice de risque de Sustainalytics** qui mesure les unités de « risque ESG non géré ». Ainsi, un score inférieur représente moins de risque non géré (un score bas est meilleur qu'un score élevé).
- **Score selon ISS ESG Gateway**, donnant une note littérale attribuée sur une échelle en 12 points.
- **Score ISS SDG Impact** (UN Sustainable Development Goals), score relatif où 0 constitue un impact nul comparativement à des entreprises de la même industrie.
- **Scores E, S, G et score combiné ESG de Refinitiv** (Thomson Reuters). Scores sur 100 pondérés en fonction de l'industrie de façon à permettre une comparabilité entre sociétés.
- **Score de gouvernance (G) du Globe&Mail** (Board Games).

Au terme de la cueillette de données, nous avons observé de nombreuses données manquantes dans les deux scores de Institutional Shareholder Services (ISS), soit leurs scores ESG Gateway et SDG Impact. Les données obtenues présentaient aussi certaines inconsistances comparativement aux autres scores ESG, et la comparabilité des données s'en trouvait mise en doute. Selon Larcker et al. (2022), l'exactitude des affirmations de ISS à l'égard de son score SDG Impact est un peu plus difficile à mesurer. Prall (2021) a trouvé que la corrélation entre les scores de gouvernance de ISS et les scores de cinq autres fournisseurs de données ESG (incluant Sustainalytics, S&P et Bloomberg) variait entre 0,07 et 0,33 (une corrélation de 1,00 montrant une relation linéaire parfaite entre deux variables, et 0,00 montrant une absence de relation). Nous avons ainsi décidé de ne pas retenir ces scores pour les analyses présentées subséquemment car elles n'apportaient pas d'éclairage supplémentaire¹¹.

PERFORMANCE SELON L'INDICE SUSTAINALYTICS

L'indice de risque développé par Sustainalytics mesure le niveau de menace auquel la valeur économique d'une entreprise est exposée en raison de facteurs ESG ou, techniquement parlant, l'ampleur des risques ESG non gérés d'une entreprise.

11 Malgré les écueils et limites observées au sujet de ces scores, nous avons comparé les données entre nos deux groupes. Pour les données obtenues et analysées avec ces deux scores de ISS, aucune différence statistiquement significative entre les moyennes des deux groupes (sociétés familiales contrôlées comparativement aux sociétés à actionnariat diffus) n'a été observée.

Le score quantitatif obtenu par Sustainalytics représente les unités de risque ESG non géré. Ainsi, un score inférieur représente moins de risque non géré. Évidemment, le risque associé aux facteurs sociaux et environnementaux est intimement lié à l'industrie d'appartenance d'une société donnée. Pour évaluer comment se comportent les sociétés à contrôle familial comparativement aux autres sociétés à actionnariat diffus en matière de gestion des risques ESG, nous avons constitué un échantillon apparié selon le système de classification des industries (NAICS) et nous avons retenu les sociétés comparables en fonction du niveau de correspondance par niveau hiérarchique (plus le niveau est élevé, plus la précision et la similitude sont grandes au niveau des activités et de l'industrie), puis en tenant compte de la taille mesurée par la capitalisation boursière dans un deuxième temps si plus d'une entreprise à actionnariat diffus s'offrait comme comparable direct. La disponibilité des données – des entreprises ne sont pas suivies par Sustainalytics – a également eu pour effet de limiter le nombre d'entreprises considérées dans l'échantillon final.

Les moyennes comparées sont présentées au **Tableau 6**.

Tableau 6

Comparaison des moyennes du score ESG Sustainalytics pour deux échantillons de sociétés appariées selon le système de classification des industries

Niveaux hiérarchiques	Sociétés sous contrôle familial		Sociétés à actionnariat diffus	
	Moyenne	n	Moyenne	n
NAICS code à 4 chiffres +	23,358	24	25,175	24
NAICS code à 5 chiffres +	22,169*	16	26,094	16
NAICS code à 6 chiffres	24,069	13	26,969	13

*La différence de moyennes (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus, même méthode d'échantillonnage) est statistiquement significative au seuil de 10%

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Les résultats obtenus, à tous les niveaux hiérarchiques industriels observés, montrent une moyenne inférieure pour les sociétés sous contrôle familial – ce qui indiquerait un risque ESG non géré moindre pour ces sociétés. Toutefois, on ne peut affirmer que la moyenne obtenue pour les sociétés à actionnariat diffus est plus élevée que celle des sociétés sous contrôle familial, puisque dans deux des trois cas nous n'obtenons pas un résultat significatif au niveau des tests statistiques, et que la différence est marginalement significative dans le cas de la comparaison des sociétés de codes à 5 chiffres et plus ($t=1,429$; $p=0,086$).

Néanmoins, il faut souligner que le score de risque est calculé individuellement pour chaque société, et les facteurs jugés à risque varient d'une société à l'autre. Aussi, les pondérations de chacun des différents indicateurs considérés globalement peuvent varier. Sustainalytics indique que le facteur «G» contribue à environ 20% du score attribué à une société donnée, et ce score comprend des indicateurs reliés à la structure actionnariale et aux droits de vote (la présence de catégories d'actions à droits de vote inégaux étant considérée comme un facteur de risque).

Les sociétés sous contrôle familial sont ainsi « pénalisées » dans le score ESG qui leur est attribué, mais à un niveau variable d'une société à l'autre.

Les différents tests statistiques conduits sur nos échantillons NAICS de codes à 6 chiffres montrent que la différence devient statistiquement significative pour les facteurs E et S si la proportion du score était affectée négativement en moyenne de 7 % ou plus pour le facteur G en raison de la présence d'une structure actionnariale jugée « à risque ».

Selon certaines études, (ex. Caffort, 2021 ; Hirigoyen et Poulain-Rehm, 2014 ; Klerk et al., 2020), les sociétés sous contrôle familial tendent à obtenir de bons scores sur les mesures sociales et environnementales, mais sous-performent systématiquement sur le volet gouvernance. Caffort (2021) montre d'ailleurs les moyennes des scores de Sustainalytics sur des indicateurs de gouvernance, et les compare entre sociétés contrôlées et non contrôlées. L'écart défavorable pour les sociétés contrôlées est manifeste, et tend à appuyer nos propres résultats.

Nous observons donc une forte sensibilité à l'inclusion de facteurs reliés à la structure actionnariale dans l'évaluation des facteurs ESG quand nous comparons la qualité de la gestion du risque ESG par les sociétés sous contrôle familial avec celles qui ne sont pas contrôlées.

En l'absence de ces facteurs, les sociétés sous contrôle familial semblent afficher une meilleure performance E et S comparativement à leurs pairs à actionnariat diffus.

SCORES E, S, G, ET ESG DE REFINITIV

Les scores produits par Refinitiv ont l'avantage de fournir une certaine comparabilité entre les entreprises car il s'agit d'un résultat sur 100 obtenu selon une évaluation pondérée – par industrie – de plusieurs dimensions pour chacune des composantes (E, S et G), elles-mêmes pondérées et regroupées de façon à obtenir un score global ESG sur 100.

Plusieurs sociétés de notre échantillon n'étant pas suivies par Refinitiv, il a fallu retrancher un certain nombre d'entre elles pour les calculs de moyennes comparatives. Nous avons également retranché les sociétés qui avaient une capitalisation boursière inférieure à 500 M \$ afin d'éviter un biais lié à la taille des entreprises. Le **Tableau 7** présente les comparaisons des moyennes obtenues.

On constate que les sociétés contrôlées obtiennent, en moyenne, un meilleur score environnemental que leurs homologues à actionnariat diffus, et que cette différence est statistiquement significative, quoique marginalement ($t=1,295$; $p=0,099$). Il n'y a aucune différence au niveau du score social, mais la différence est nettement en faveur des sociétés à actionnariat diffus au niveau du score de gouvernance ($t=2,974$; $p=0,002$). Évidemment, cette différence importante au niveau du score G entraîne un score global ESG également en défaveur des sociétés contrôlées. Cette problématique a également été constatée par Klerk et al. (2020), et les enjeux de méthodologie et de mesure associés aux scores de Refinitiv ont aussi fait l'objet de nombreuses critiques, invitant donc le lecteur à interpréter ces résultats avec prudence. Nous reviendrons sur cet aspect ultérieurement.

Tableau 7

Comparaison des moyennes des composantes individuelles et du score ESG de Refinitiv (2021) entre les sociétés du S&P/TSX sous contrôle familial et les sociétés à actionnariat diffus, ayant une capitalisation boursière de 500 M \$ et plus.

	Environnement		Social		Gouvernance		Score ESG	
	Moy.	n	Moy.	n	Moy.	n	Moy.	n
Contrôlées	0,7199	30	0,5960	51	0,7187	51	0,4817	51
Diffus	0,6408	89	0,6302	153	0,8072	151	0,5243	152
Différence	0,0791*		-0,0342		-0,0885***		-0,0426*	

* La différence de moyenne (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus pour un score de même catégorie) est statistiquement significative au seuil de 10%

** La différence de moyenne (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus pour un score de même catégorie) est statistiquement significative au seuil de 5%

*** La différence de moyenne (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus pour un score de même catégorie) est statistiquement significative au seuil de 1%

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

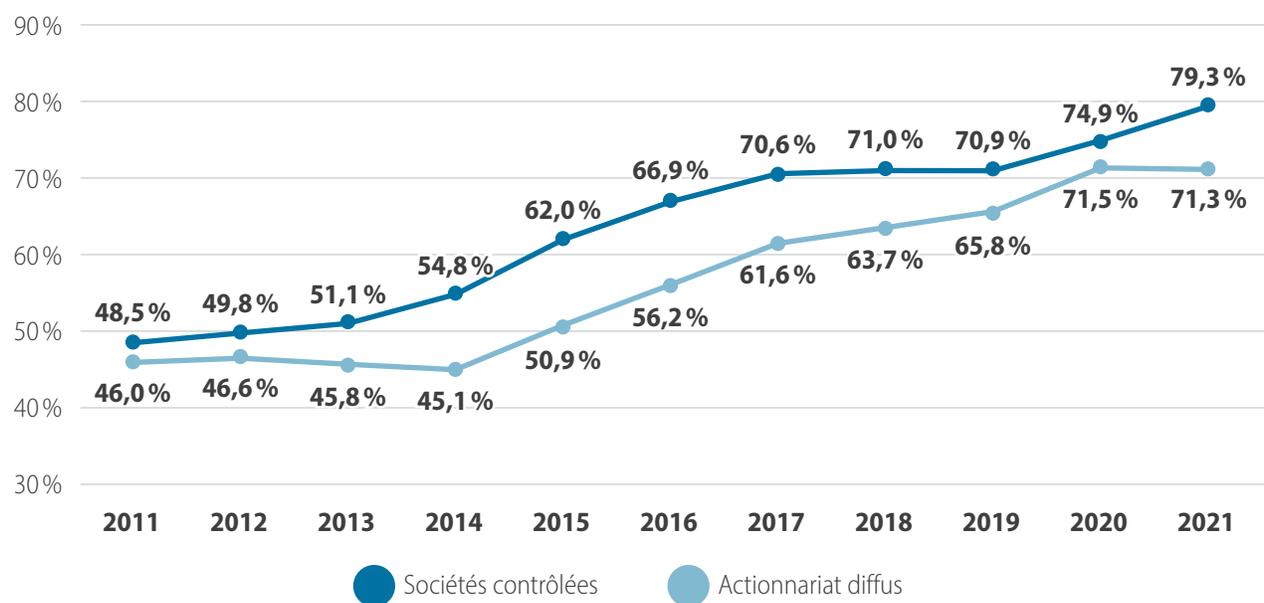
Il est particulièrement intéressant d'observer l'évolution de ces scores sur une base historique. Les **Figures 1.1 à 1.4** montrent la moyenne comparative¹² sur 10 ans selon la structure actionnariale pour les scores des composantes E, S, et G, et pour le score combiné ESG de Refinitiv.

Comme on peut le constater à la **Figure 1.1**, la performance supérieure des sociétés familiales contrôlées sur leurs pairs à actionnariat diffus est observable sur une période de 10 ans. De plus, la différence entre les moyennes est statistiquement significative pour au moins six de ces dix années. Tel que constaté par plusieurs auteurs dans la littérature, les préoccupations environnementales des firmes familiales contrôlées semblent être manifestes depuis longtemps – du moins selon notre analyse univariée – et, bien que le score tende à augmenter avec l'accroissement de l'intérêt pour ces questions au cours des dernières années, celui-ci demeure plus élevé que les sociétés à actionnariat diffus qui subissent pourtant d'importantes pressions d'investisseurs externes à cet égard.

12 Sociétés ayant une capitalisation de 500 M \$ ou plus, et pour lesquelles un score a été attribué pour les 10 années de référence. Comparativement au Tableau 7 qui intégrait toutes les sociétés pour lesquelles des données étaient disponibles en 2021 (cette seule année), les sociétés qui existent depuis moins de 10 ans sont donc exclues des moyennes comparatives sur les graphiques aux Figures 1.1 à 1.4. Ce critère explique la différence observée entre les statistiques du Tableau 7 et des différentes figures pour l'année 2021.

Figure 1.1

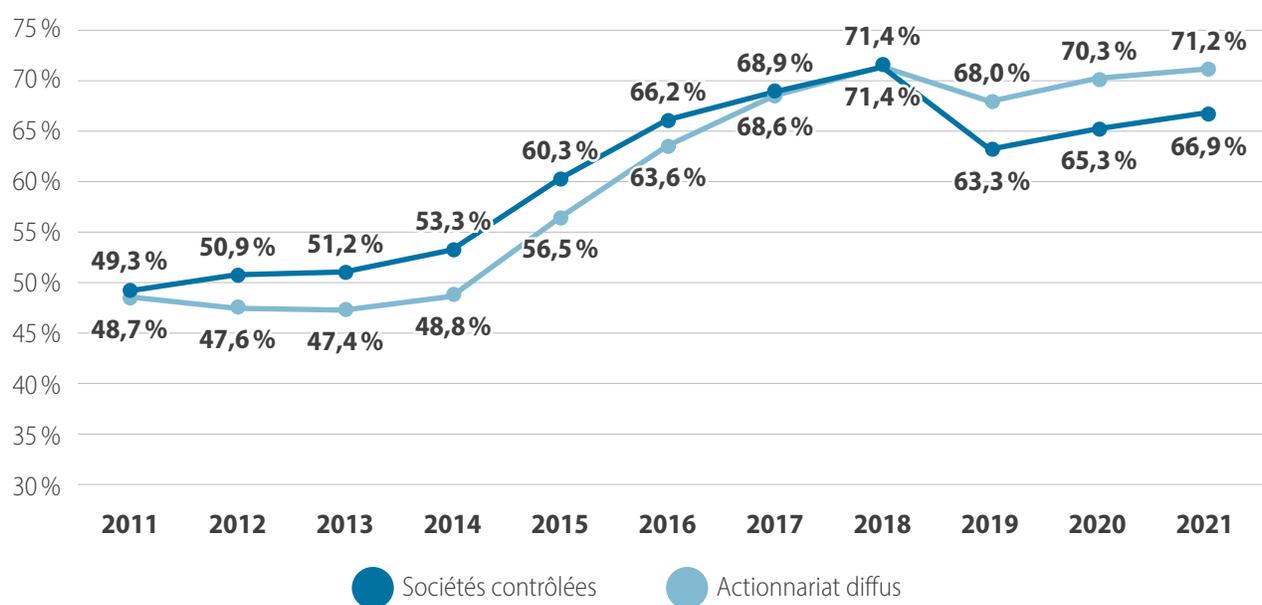
Comparaison des moyennes pour les scores «E» de Refinitiv, selon la structure actionnariale, pour les sociétés qui ont au moins 10 ans d'existence



Source des données : Refinitiv, 2011-2021 ; compilation IGOPP pour les sociétés avec 10 ans d'existence et composant l'échantillon principal de l'étude. Les différences de moyennes sont statistiquement significatives au seuil de 10% ou moins pour les années 2014, 2015, 2016, 2017, 2018 et 2021

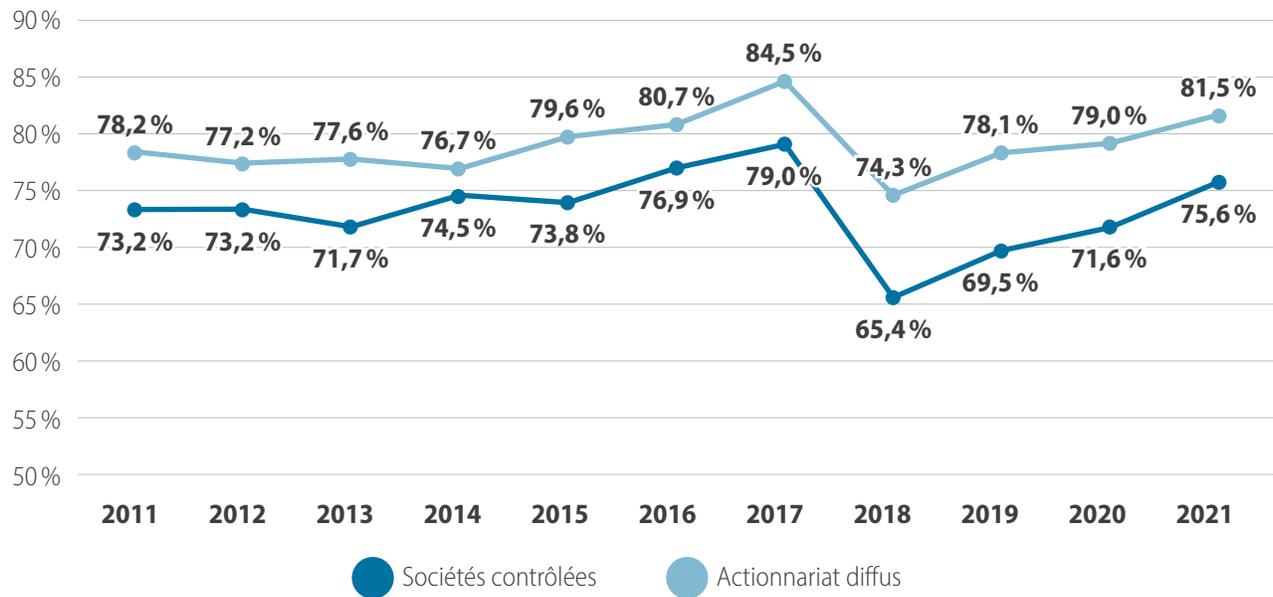
Figure 1.2

Comparaison des moyennes pour les scores « S » de Refinitiv, selon la structure actionnariale, pour les sociétés qui ont au moins 10 ans d'existence



Source des données: Refinitiv, 2011-2021 ; compilation IGOPP pour les sociétés avec 10 ans d'existence et composant l'échantillon principal de l'étude.
Aucune différence de moyennes n'est statistiquement significative au seuil de 10% ou moins.

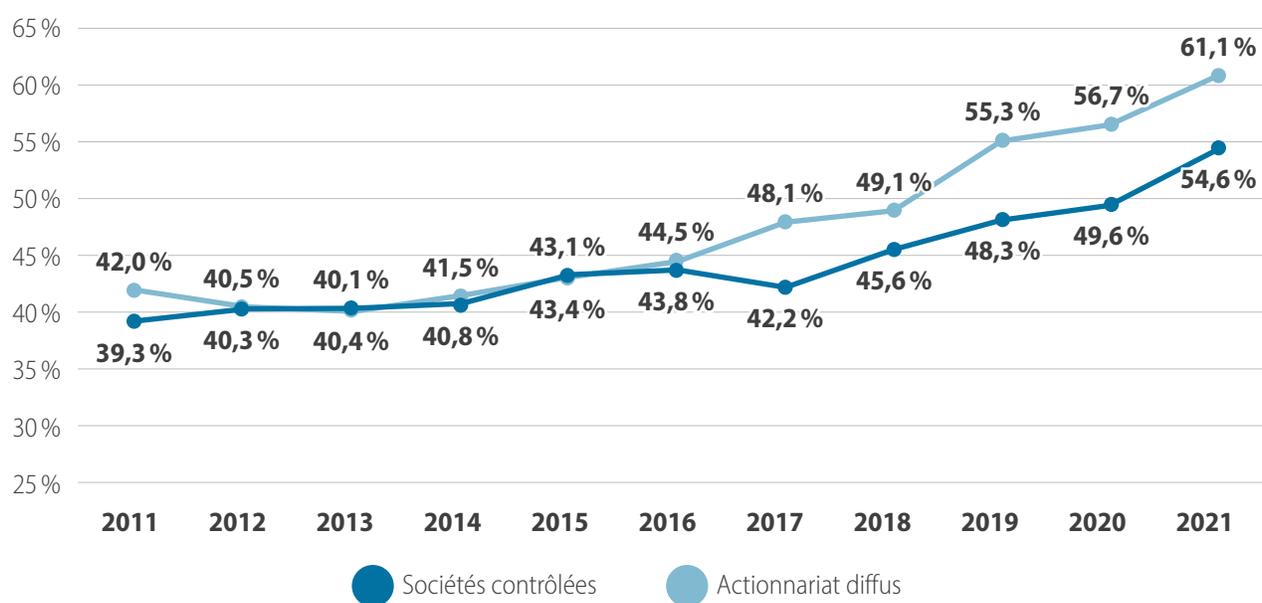
Figure 1.3
 Comparaison des moyennes pour les scores « G » de Refinitiv,
 selon la structure actionnariale, pour les sociétés
 qui ont au moins 10 ans d'existence



Source des données: Refinitiv, 2011-2021 ; compilation IGOPP pour les sociétés avec 10 ans d'existence et composant l'échantillon principal de l'étude.
 Les différences de moyennes sont statistiquement significatives au seuil de 5% ou moins pour les années 2011, 2013, 2015, 2017, 2018, 2019, 2020 et 2021

Figure 1.4

Comparaison des moyennes pour les scores combinés «ESG» de Refinitiv, selon la structure actionnariale, pour les sociétés qui ont au moins 10 ans d'existence



Source des données : Refinitiv, 2011-2021; compilation IGOPP pour les sociétés avec 10 ans d'existence et composant l'échantillon principal de l'étude.
Les différences de moyennes sont statistiquement significatives au seuil de 5% ou moins pour les années 2017, 2019, 2020 et 2021

La Figure 1.2 montre un comportement particulier, alors que la courbe des deux groupes comparés diminue brusquement à compter de 2019, et la position respective de chacun des groupes s'inverse à partir de ce moment. Les résultats observés dans le cadre de recherches antérieures montraient un avantage pour les sociétés familiales au niveau du volet social. Si on constate cet avantage au niveau de la moyenne pour la période 2011-2018 dans notre échantillon, on ne peut toutefois pas affirmer que cet écart n'est pas simplement fortuit puisqu'il n'y a aucune différence statistiquement significative.

Cependant, le comportement des courbes à compter de 2019 nous a invité à chercher plus en profondeur pour comprendre ce changement brusque. Il semble que le fournisseur de données ait changé sa méthodologie au cours de la période (notamment en 2020, affectant ainsi la collecte des résultats de 2019), et que cette méthodologie soit dynamique (elle évolue au fil des changements observés dans la divulgation ESG). De plus, la méthodologie précédente attribuait des notes aux entreprises qui ne rendaient pas de comptes sur des indicateurs évalués; souhaitant dissuader les entreprises de ne pas faire de divulgation ESG, la nouvelle méthodologie attribue désormais une note de zéro pour les entreprises qui ne rendent pas de comptes sur des indicateurs pertinents pour leur secteur.

Fait un peu troublant par ailleurs, Refinitiv indique dans son guide méthodologique (2022) que « [l]es scores seront marqués comme 'définitifs' pour toutes les années historiques, à l'exclusion des cinq plus récentes »¹³, et que des mises à jour et révisions sont effectuées sur une base hebdomadaire. Des actions ayant des scores ESG élevés ont surperformé dans les données réécrites mais pas dans les données originales (Larcker et al., 2022).

Berg et al. (2021) ont voulu documenter les effets de la réécriture des scores liée à la méthodologie mise en œuvre par Refinitiv le 6 avril 2020. Les auteurs ont comparé deux versions des mêmes données Refinitiv ESG pour des années et entreprises identiques, une version datant de septembre 2018 et l'autre de septembre 2020. Ils ont constaté que le changement de méthodologie a entraîné d'importantes modifications rétroactives des scores ESG des entreprises, les scores ESG globaux médians dans les données réécrites étant de 18 % inférieurs à ceux des données initiales.

Les diminutions constatées aux moyennes observées aux Figures 1.2 et 1.3 pour cette année charnière n'ont pas été de la même ampleur que celles mesurées par Berg et al. (2021). Toutefois, nous retenons la possibilité que ce changement de méthodologie avec des influences rétroactives soit à la source de l'inversion des courbes observées en 2019 pour le facteur social (Figure 1.2).

Sans surprise, tout comme ce que de nombreux auteurs ont pu observer dans la littérature, le score de gouvernance est en moyenne inférieur pour les sociétés familiales contrôlées comparativement aux sociétés avec un actionariat diffus (Figure 1.3). Comme la majorité des sociétés contrôlées le sont par le recours à des mécanismes DCA, et que ces mécanismes sont lourdement pénalisés dans l'octroi des scores en gouvernance, il était prévisible de constater cet écart. L'effet combiné des trois scores E, S et G demeure à l'avantage des sociétés à actionariat diffus (Figure 1.4), notamment en raison de la forte différence au niveau du « G ».

13 Traduction libre de "[s]cores will be marked as 'definitive' for all historical years excluding the five most recent." (Refinitiv, 2022)

Ainsi, tout comme dans le cas de Sustainalytics précédemment, la notation ESG de Refinitiv pour les sociétés familiales contrôlées semble être handicapée non pas par leur performance sociale ou environnementale, mais bien par la façon dont leur structure actionnariale est perçue dans les grilles d'évaluation des agences de notation.

SCORE DE GOUVERNANCE (G) DU GLOBE&MAIL (BOARD GAMES)

Nous n'avons pas de notation sociale ou environnementale spécifiquement dédiée aux entreprises canadiennes, mais le Globe & Mail publie depuis plus de vingt ans un score détaillé de la gouvernance des plus grandes sociétés inscrites au S&P/TSX.

Tout comme les autres scores de gouvernance, un pourcentage des points octroyés est directement attribuable à la structure actionnariale de la société étudiée. Ainsi, toutes les sociétés DCA sont pénalisées, certaines jusqu'à 10%, seulement pour cet aspect de la notation. La présence de plusieurs membres d'une famille, dans certains cas, peut évidemment entraîner une composition du conseil qui crée des divergences comparativement aux « bonnes pratiques » édictées pour les entreprises à actionnariat diffus. C'est donc aussi sans surprise que les sociétés familiales contrôlées font systématiquement piètre figure dans ce classement annuel.

Le score moyen du *Globe and Mail 2022 Board Games Report Card* pour les sociétés contrôlées de notre échantillon est donc de 57,98, comparativement à un score moyen de 75,89 pour les sociétés à actionnariat diffus. La différence entre les moyennes est statistiquement significative ($t=7,135$; $p<0,000$).

Selon ce standard, les sociétés canadiennes contrôlées sont perçues comme étant moins bien gouvernées que leurs homologues à actionnariat diffus.

Le rendement des sociétés canadiennes contrôlées

Les études récentes au sujet du rendement des sociétés familiales contrôlées qui ont été relevées antérieurement dans le cadre de la présente étude (e.g. sociétés familiales contrôlées, [Joli-Cœur et al., 2022]; sociétés DCA [Merwat et al., 2023]) comparent essentiellement un portefeuille créé pour la comparaison avec l'indice S&P/TSX principal. Ce portefeuille est donc composé en fonction de contraintes prédéterminées, et révisé périodiquement afin d'en revoir la composition.

Comme nous nous intéressons aussi au caractère durable des sociétés contrôlées, nous avons opté pour une méthodologie différente afin de mesurer la capacité des sociétés familiales contrôlées à offrir un rendement à long terme au-delà de celui généré par des firmes à actionnariat diffus qui survivent sur une même période. Pour ce faire, deux approches ont été retenues.

La première, dont les résultats sont présentés au **Tableau 8**, mesure le rendement total pour les actionnaires composé annuellement (RTAC) de toutes les sociétés de notre échantillon qui ont 10 ans d'existence ou 5 ans d'existence, pour le RTAC 10 ans et 5 ans, respectivement. Pour cette approche, les rendements sont pondérés en fonction de la capitalisation boursière des sociétés afin de refléter leur taille relative (comme le font les indices), ce qui nous permet d'intégrer la totalité des firmes de notre échantillon.

Pour éviter l'influence disproportionnée du secteur bancaire ou plus largement du secteur financier, les moyennes pondérées sont recalculées selon différents scénarios (en excluant des secteurs selon leur code de classification NAICS).

Comme on peut l'observer, selon cette méthode, les sociétés sous contrôle familial affichent un rendement moyen supérieur à celui des sociétés à actionnariat diffus sans égard à la composition d'entreprises retenue, et ce, autant pour un horizon de 5 ans que de 10 ans.

Tableau 8

Comparaison des rendements totaux pour les actionnaires, pondérés selon la capitalisation boursière et composés annuellement, sur 5 et 10 ans au 31 décembre 2021 (sociétés du S&P/TSX)

Rendement total pour les actionnaires pondéré, composé annuellement	Toutes les sociétés		Exclusion du secteur bancaire ^a		Exclusion du secteur finance et assurances ^b	
	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus
5 ans (%)	20,86*	11,16	20,86*	10,84	23,27*	11,01
n	68	148	68	135	55	128
10 ans (%)	14,48**	12,44	14,48**	11,77	15,22**	11,70
n	57	132	57	120	46	113

^a Exclusion de toutes les sociétés classées sous le code NAICS à quatre chiffres 5221 ou 5222

^b Exclusion de toutes les sociétés classées sous le code NAICS à deux chiffres 52

* La différence de rendement (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus, même méthode d'échantillonnage) est statistiquement significative au seuil de 10%

** La différence de rendement (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus, même méthode d'échantillonnage) est statistiquement significative au seuil de 5%

Source : compilation par l'IGOPP, 2023

Afin d'éviter que les rendements importants réalisés par quelques grandes sociétés (e.g. Alimentation Couche-Tard, Shopify, etc.) n'influencent à eux-seuls à la hausse l'ensemble des résultats, nous avons observé avec une seconde approche les RTAC des deux groupes en conférant à chaque société un poids égal dans la moyenne. Cependant, pour réduire la variance introduite par de très petites firmes, nous avons exclu des deux groupes les sociétés dont la capitalisation boursière était inférieure à 500 M \$. Le **Tableau 9** rend compte des résultats ainsi obtenus.

Tableau 9

Comparaison des moyennes de rendement total pour les actionnaires (RTAC), composé annuellement sur 5 et 10 ans, pour les sociétés du S&P/TSX ayant une capitalisation boursière de 500 M \$ ou plus

Moyenne du RTAC	Toutes les sociétés		Exclusion du secteur bancaire ^a		Exclusion du secteur finance et assurances ^b	
	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus	Sociétés sous contrôle familial	Sociétés à actionnariat diffus
5 ans (%)	12,36	10,80	12,36	10,35	13,55	10,24
n	52	148	52	135	41	128
10 ans (%)	12,08*	9,34	12,08**	8,77	11,90*	8,67
n	41	132	41	120	32	113

^a Exclusion de toutes les sociétés classées sous le code NAICS à quatre chiffres 5221 ou 5222

^b Exclusion de toutes les sociétés classées sous le code NAICS à deux chiffres 52

* La différence de rendement (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus, même méthode d'échantillonnage) est statistiquement significative au seuil de 10%

** La différence de rendement (sociétés sous contrôle familial – sociétés à actionnariat diffus, même méthode d'échantillonnage) est statistiquement significative au seuil de 5%

Source: compilation par l'IGOPP, 2023

Les moyennes de rendements ainsi calculés sont un peu plus faibles que celles obtenues avec l'approche précédente, mais les sociétés contrôlées affichent toujours un rendement supérieur en moyenne aux firmes à actionnariat diffus. La différence entre les moyennes, cependant, n'est statistiquement significative que pour les moyennes obtenues sur les périodes de 10 ans.

Ces résultats concordent avec ceux obtenus dans des recherches antérieures, autant dans les plus récentes que dans les plus anciennes, et tendent donc à confirmer la supériorité des rendements à long terme générés par les sociétés canadiennes contrôlées.

Relation entre le rendement des sociétés contrôlées et le score de gouvernance dans un contexte canadien

Nous avons ensuite observé s'il y avait une relation entre le score de gouvernance ROB¹⁴ et le rendement pour les actionnaires. Pour plus de précision, nous avons aussi décomposé le score du ROB selon trois différentes sections (score sur 19 pour les « droits des actionnaires », score total sans la section « droit des actionnaires », donc sur 81, et le score complet sur 100). Les résultats sont présentés au **Tableau 10**.

Tableau 10

Coefficient de corrélation (r) entre les scores de gouvernance du Globe & Mail (Report on Business Board Games 2022) et le rendement total pour les actionnaires (RTAC), composé annuellement sur 5 et 10 ans

	n	Pointage – droit des actionnaires (sur 19)	Pointage - score sans la section du droit des actionnaires (sur 81)	Score global (sur 100)
RTAC 5 ans	189	-0,0955*	-0,1336**	-0,1355**
RTAC 10 ans	165	0,0526	0,0760	0,0764

* La relation entre les deux variables est statistiquement significative au seuil de 10%

** La relation entre les deux variables est statistiquement significative au seuil de 5%

Source: compilation par l'IGOPP, 2023

Dans une analyse statistique multivariée, Allaire et Firsirotu (2003) avaient testé la relation du score ROB avec 7 mesures de performance différentes au sein d'un échantillon de 177 entreprises canadiennes en 2002 (dans les premières années de la publication du score). Les auteurs concluaient alors que « [q]uelles que soient les mesures de performance, quelle que soit la sophistication des analyses, nous avons constaté que la « qualité » de la gouvernance telle que mesurée par les scores du ROB n'avait pas de relation statistiquement significative avec la performance. »

14 Nous avons comparé le score ROB à celui obtenu par Refinitiv (score «G») pour les mêmes entreprises, et on note une relation positive, quoique faible, mais statistiquement significative entre le score de gouvernance de Refinitiv et celui du ROB (r=0,162; t=2,279; p=0,012).

Relation entre le rendement des sociétés contrôlées et le score de gouvernance dans un contexte canadien

Au Tableau 10, on constate que la relation entre le score ROB et le RTAC 10 ans est en apparence très faible, mais non statistiquement significative. La relation entre le score global sur 100 du ROB et le RTAC 5 ans est cependant négative et statistiquement significative ($r=-0,1355$; $t=1,871$; $p=0,031$), même si cette relation est plutôt faible (l'augmentation du score global de gouvernance se traduit par une *diminution* du rendement pour les actionnaires sur 5 ans). Une observation qui appuie encore, 20 ans plus tard, la conclusion d'Allaire et Firsirotu (2003).

Constats, discussion et conclusion

QUE POUVONS-NOUS RETENIR DE LA REVUE APPROFONDIE DES ÉTUDES RÉCENTES ?

De façon générale, les études tendent à confirmer :

- Un effet favorable du maintien du contrôle sur la capacité d'innovation des firmes et une meilleure qualité d'information financière (incluant l'utilité prédictive des données) divulguée par les sociétés contrôlées (notamment par une structure DCA).
- Une plus importante longévité des firmes contrôlées comparativement à leurs homologues à une action-un vote.
- Une amélioration de la qualité de l'information divulguée avec l'âge de ces sociétés contrôlées.
- Un engagement plus prononcé des firmes contrôlées par des familles envers les critères sociaux et environnementaux. Les exceptions rencontrées montrent que le niveau d'engagement des sociétés familiales envers les critères E et S est, dans le pire des cas, non différencié comparativement aux autres firmes, ou, dans certaines situations, pas supérieur sur la totalité des dimensions environnementales ou sociales étudiées. Néanmoins, pour la majorité des études, on note que l'engagement des sociétés familiales contrôlées était observable bien avant que l'investissement qualifié de « responsable » ne devienne une dimension incontournable et donc bien avant la popularité de l'acronyme « ESG ». On note ainsi l'importance de l'aspect réputationnel dans une perspective à long terme – sur plusieurs générations dans certains cas – qui invite nécessairement à une prise en compte des facteurs sociaux et environnementaux par ces sociétés contrôlées par des familles.
- Qu'il n'y a aucun appui péremptoire à l'hypothèse que les structures DCA nuisent à la valeur de l'entreprise.
- Que les sociétés canadiennes contrôlées, incluant celles avec une structure DCA, montrent des rendements totaux pour les actionnaires à long terme supérieurs à ceux de leurs homologues à actionnariat diffus.
- Que les actions des sociétés contrôlées tendent à afficher une volatilité moins grande, et offrent donc un niveau de risque inférieur pour les investisseurs.
- Devant l'évidence de résultats financiers supérieurs pour les sociétés avec DCA, le débat s'est déplacé de plus en plus vers l'imposition de clauses crépusculaires visant à restreindre le maintien du contrôle à un horizon temporel prédéterminé. À cet égard, les discussions sont davantage de nature théorique et difficilement appuyées de façon empirique. Néanmoins, on retient de

l'argumentaire que la volonté de maintien de contrôle repose d'abord et avant tout sur la capacité de donner et d'exécuter une vision à long terme à l'organisation, et que l'imposition d'une limite de temps – surtout rapprochée – vient s'opposer à cette qualité première de facto.

PRINCIPAUX CONSTATS DE NOTRE ÉTUDE SUR LES SOCIÉTÉS CONTRÔLÉES DU S&P/TSX

Au niveau de la performance boursière, tel que mentionné précédemment, nos résultats appuient ceux des études recensées et démontrent que les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un rendement total pour les actionnaires à long terme supérieur à leurs homologues non contrôlées.

Selon les résultats de comparaison d'échantillons de sociétés appariées selon le système de classification des industries, les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un meilleur indice de risque ESG non géré que leurs pairs non contrôlés, et ce, malgré le fait que l'indice soit biaisé en défaveur des sociétés contrôlées.

De plus, on observe que, depuis plus d'une dizaine d'années, et plus particulièrement lors de l'année de référence 2021, les sociétés contrôlées canadiennes du S&P/TSX affichent un score environnemental «E» supérieur à celui des sociétés non contrôlées.

L'analyse de la performance sociale s'est avérée complexifiée par les problématiques associées aux différentes mesures observées, de même que par les choix méthodologiques des agences de notation. En effet, des biais sont introduits par la capacité (ou la volonté) des firmes à faire une divulgation détaillée de leurs activités ou non, et il semble que le pointage soit fortement influencé par cet aspect (et non en fonction des activités et engagements sociaux eux-mêmes). Néanmoins, en aucun temps depuis 10 ans, ni lors de l'année de référence, peut-on affirmer que les sociétés non contrôlées sont supérieures aux sociétés contrôlées en matière de rendement social selon le score «S» de Refinitiv. Au contraire, avant le changement méthodologique du fournisseur de données, les sociétés contrôlées affichaient une tendance vers une moyenne plus élevée.

Cependant, et sans véritable surprise, puisque le fait d'être contrôlé (particulièrement à l'aide d'une structure DCA) a une conséquence négative sur la mesure «G» des différents scores, les sociétés contrôlées sont évaluées, selon le catéchisme des agences de mesure de la gouvernance, comme étant moins bien gouvernées que leurs pairs à actionnariat diffus. L'effet net du score «G» sur les scores combinés ESG vient biaiser les résultats totaux et dépeint une image défavorable et injuste des sociétés contrôlées.

On constate aussi une relation négative entre le score du Globe & Mail et le rendement total pour les actionnaires sur 5 ans. Il n'y a aucune association entre ce même score et le rendement sur 10 ans.

CONCLUSION

La revue exhaustive des études empiriques récentes et les résultats de notre analyse dans un contexte canadien sont éloquentes: ils n'appuient pas les velléités du CII et de l'*Investor Coalition for Equal Votes* visant à éliminer les structures DCA, ni leur approche quasi dogmatique en la matière. Au contraire, les constats devraient sécuriser les investisseurs et les parties prenantes des sociétés contrôlées.

Ainsi, on constate que, comparativement aux sociétés à actionnariat diffus, les sociétés contrôlées ont en moyenne une plus grande longévité, elles affichent un rendement supérieur à long terme, elles ont une meilleure performance environnementale sans négliger leur performance sociale. La littérature observe également que ces firmes contrôlées ont une volatilité plus faible, une meilleure qualité d'information financière divulguée et une plus grande capacité d'innovation à long terme.

Mais on considère ces sociétés comme étant mal gouvernées selon les scores qui leur sont octroyés et le fait de maintenir le contrôle par un mécanisme DCA, cette «tare», se reflète aussi dans leur score global ESG.

Pourtant, ne serait-il pas plus juste que la qualité de la gouvernance soit corrélée au rendement à long terme et à la bonne performance auprès des parties prenantes (volets E et S)?

Le lien entre la qualité de la gouvernance d'une entreprise et sa performance semble naturel, voire évident. Ce qui l'est moins, c'est de mesurer correctement, par un score, ce niveau de qualité de la gouvernance. Pour ce faire, il faut être en mesure de capter toute la finesse de la dynamique d'un groupe, la compétence intrinsèque de chacun des membres du conseil, l'intelligence et la sagesse collective des administrateurs, leur compréhension commune du modèle d'affaires, leur capacité à faire preuve de courage au moment opportun, etc.

Comme la crédibilité des administrateurs, par exemple, demeure un concept difficile à mesurer, on a élaboré des standards de «bonne gouvernance» qui peuvent se mesurer simplement, des paramètres édictés au fil des ans comme étant chacun des facteurs *qui peuvent contribuer à une meilleure gouvernance mais qui ne se substituent pas à la gouvernance elle-même*. Sans tenir compte des particularités des entreprises ainsi évaluées, on leur attribue donc un score selon des étalons et des échelles arbitraires, souvent déterminés en fonction de grilles répondant aux impératifs établis par des firmes spécialisées en gouvernance qui doivent compiler des milliers de données annuellement.

Le score du Globe & Mail Report on Business (ROB) ressemble fortement à ces grilles normalisées que l'on retrouve dans d'autres juridictions et conçues par d'autres agences de notation en gouvernance. Évidemment, les pondérations des pointages diffèrent et, surtout, les sociétés étudiées avec ce score sont toutes canadiennes. Il est étonnant qu'après quelque 20 ans d'expérience, le Globe & Mail n'ait pas encore apporté quelque changement à leur mesure de plus en plus en porte-à-faux avec l'expérience concrète de la gouvernance au Canada.

Il serait important dans un premier temps de dissocier le facteur «G» des facteurs sociaux et environnementaux dans l'évaluation de la performance des sociétés contrôlées. La gouvernance doit être évaluée en fonction des caractéristiques propres à chacune de ces entreprises et il existe possiblement autant de modèles de bonne gouvernance qu'il y a d'entreprises, mais chacune doit adopter la gouvernance qui lui convient et qui démontrera son efficacité, sa capacité à créer de la valeur à long terme. **Le rendement total pour les actionnaires à long terme, tout comme la performance sociale et environnementale, sont des conséquences de l'efficacité du modèle de gouvernance en place.**

L'importance des sociétés familiales contrôlées pour l'économie canadienne est indéniable. Le fait qu'elles aient une longévité supérieure et des retombées importantes auprès de toutes les parties prenantes, qu'elles se montrent préoccupées par les questions environnementales et qu'elles investissent en ayant un horizon temporel qui s'étend parfois au-delà de plusieurs générations, constitue une qualité supplémentaire qui devrait inciter les gouvernements et autres autorités réglementaires à faire en sorte de conserver et encourager ce modèle. Des mesures fiscales favorisant le transfert intergénérationnel sans provoquer un risque de perte de contrôle, comme plusieurs pays européens en ont adoptées, sont un exemple de décisions qui favoriseraient la conservation de ces structures à très long terme.

Par ailleurs, il est nécessaire que les sociétés qui souhaitent faire appel à l'épargne public dans un proche avenir, tout comme les futurs entrepreneurs, prennent pleinement conscience des avantages du maintien du contrôle pour mener à terme leur projet, leur vision. L'attrait des actions d'une entreprise qui a un bon modèle d'affaires, des produits ou services innovateurs, demeurera entier malgré l'utilisation d'une structure DCA.

Il ne faut pas se laisser distraire par le discours de tierces parties qui souhaitent imposer un terme à une vision.

Références et sources de données

- Abeysekera, A. P. & C. S. Fernando. "Corporate Social Responsibility versus Corporate Shareholder Responsibility: A Family Firm Perspective", *Journal of Corporate Finance*, Volume 61, April 2020, 101370.
- Adams, R., Burkart, M., Ferreira, D. & S. Lee. "Proportionality Between Ownership and Control in EU Listed Companies: Report on the Proportionality Principle in the European Union" *External Study Commissioned by the European Commission*, Shearman & Sterling, ISS et ECGI, Ref. Ares (2016) 140624 - 11/01/2016.
- Adams, R. & D. Ferreira. "One Share-One Vote: The Empirical Evidence" *Review of Finance* (2008) Vol.12, pp.51–91.
- Allaire, Y. « Les actions multivotantes : quelques modestes propositions », *IGOPP, Prise de position #1*, 2006.
- Allaire, Y. "The Case for Dual-Class of Shares" *IGOPP Policy Paper #11*, 2019, 68p.
- Allaire, Y. & M. Firsirotu. "Changing the Nature of Governance to Create Value" *CD Howe Institute*, Commentary No. 189, November 2003.
- Baran, L. Forst, A. & M. T. Via. "Dual-class share structure and innovation". *Journal of Financial Research*, Vol. 46(1), 2023, pp. 169-202.
- Battocletti, V., Enriques, L., & A. Romano. "Dual Class Shares in the Age of Common Ownership". *The Journal of Corporation Law*, Vol. 48, No 3, 2023, pp. 541-576.
- Bebchuk, L. et S. Hirst. "Big Three Power, and Why it Matters" *Boston University Law Review*, 2022, Volume 102, pp. 1547-1600.
- Berrone, P., Cruz, C., L. R. Gomez-Mejia & M. Larraza-Kintana. "Socioemotional Wealth and Corporate Responses to Institutional Pressures: Do Family-Controlled Firms Pollute Less?" *Administrative Science Quarterly*, Vol. 55, No. 1, 2010, pp. 82-113.
- Berg, F., Fabisik, K. & Z. Sautner. "Is History Repeating Itself? The (Un)predictable Past of ESG Ratings" *ECGI Finance Working Paper N° 708/2020*, Aug. 2021, 59p.
- Block, J. H. & M. Wagner. "The Effect of Family Ownership on Different Dimensions of Corporate Social Responsibility: Evidence from Large US Firms", *Business Strategy and the Environment*, Vol. 23, No. 7, 2014, pp. 475-492.
- Brahem, E., Depoers, F. & F. Lakhal. "Family Control and Corporate Social Responsibility: The Moderating Effect of the Board of Directors" *International Management*, Vol. 25(2), 2021, pp.218-238.

- Burson, J.J. & M. Jensen "Institutional ownership of dual-class companies", *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 13, N° 2, (2021), pp. 206-222.
- Caffort, A. "ESG agency misconceptions about family business governance", Pictet Asset Management, consulté le 3 mars 2023.
- Canadian Coalition for Good Governance, *2022 Best Practices for Proxy Circular Disclosure*, 2022
- Canadian Coalition for Good Governance, *Dual Class Share Policy*, 2013
- Cao, X., Leng, T., Goh, J. & P. Malatesta. "The innovation effect of dual-class shares: New evidence from US firms". *Economic Modelling*, Volume 91, September 2020, pp. 347-357.
- Cennamo, C., Berrone, P. & L.R. Gomez-Mejia. "Socioemotional Wealth and Proactive Stakeholder Engagement: Why Family–Controlled Firms Care More about their Stakeholders", *Entrepreneurship: Theory and Practice*, Vol. 36, No. 6, 2012, 21p.
- Cheng, X., Mpundu, H. & H. Wan. "Investment efficiency: Dual-class vs. Single-class firms" *Global Finance Journal*, Vol. 45, August 2020, 100477.
- Cordeiro, J. J., Galeazzo, A., Shankar Shaw, T., Veliyath, R. & M. K. Nandakumar "Ownership influences on corporate social responsibility in the Indian context," *Asia Pacific Journal of Management*, vol. 35(4), 2018, pp. 1107-1136
- Cordeiro, J. J., Profumo, G. & I. Tutore. "Board gender diversity and corporate environmental performance: The moderating role of family and dual-class majority ownership structures" *Business Strategy and the Environment*, Vol.29, No. 3, 2020, pp. 1127-1144.
- Council of Institutional Investors, *Corporate Governance Policies*, Updated September 2022
- Creaghan McConnell Group "Business families: building a brighter future" *Research on the impact of privately controlled businesses on Canada's economy*, 2014, 28p.
- Cullinan, P.C., Mahoney, B.L. & L. Thorne. "CSR Performance: Governance Insights from Dual-Class Firms" *Research on Professional Responsibility and Ethics in Accounting*, Vol. 23, 2020, pp. 23-46.
- Deluard, V. "A Costly Mistake for Investors, US Capital Markets, and Growth: Evidence from the Exclusion of Dual-Class Stocks from Popular Indices", *working paper*, available at SSRN: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4060296, March 17, 2022.
- Egan-Jones Proxy Services, *Standard Proxy Voting Principles and Guidelines*, 2023
- Euronext & Nicolas Rivard, *Who are the CAC 40 and SBF 120 shareholders?* 2022.
- Factset, *Standard DataFeed User Guide: ISS ESG Corporate Rating V1*, 2021
- Fisch, J. & S. D. Solomon. "The Problem of Sunsets". *Boston University Law Review*, Vol. 99, 2019, pp.1057-1094.
- Forbes, R. & M. Bassett. *The Economic Impact of Family-Owned Enterprises in Canada*. Ottawa: The Conference Board of Canada, 2019
- FP Advisor, *Financial Post Corporate Snapshots* [Basic Search], <https://legacy-fpadvisor.financialpost>.

[com/fpsn/sn_basic_form.php](https://www.fpsn.com/fpsn/sn_basic_form.php) consulté le 24 novembre 2022

- Fullbrook, M. "The Long-Term Survival of Family Business", Clarkson Centre for Board Effectiveness, April 2018, 17p.
- Gavana, G., Gottardo, P. & A. M. Moisello. "Sustainability Reporting in Family Firms: A Panel Data Analysis" *Sustainability*, 2017, Vol. 9(1), 38.
- Glass Lewis, *2023 Policy Guidelines Canada*, 2023
- Globes and Mail, *TSX Composite Index* tiré de <https://www.theglobeandmail.com/investing/markets/indices/TXCX/components/>, consulté le 23 novembre 2022
- Grinapell, A., "Dual-Class Stock Structure and Firm Innovation". *Stanford Journal of Law, Business, and Finance*, Vol. 25, No. 1, 2020.
- Gurrea-Martinez, A. "Theory, Evidence, and Policy on Dual-Class Shares: A Country-Specific Response to a Global Debate". *European Business Organization Law Review*, 2021, Vol. 22, pp.475-515.
- Haut comité Juridique de la Place Financière de Paris, *Rapport sur les droits de vote multiples*, 2022.
- Hettler, B., Forst, A., Cordeiro, J. & S. Chavez, S. "Excess insider control and corporate social responsibility: Evidence from dual-class firms". *Journal of Accounting and Public Policy*, 2021, 40(6).
- Hirigoyen, G. & T. Poulain-Rehm "The Corporate Social Responsibility of Family Businesses: An International Approach". *International Journal of Financial Studies*, 2014, 2, pp. 240-265.
- Hossain, A.T. & L. Kryzanowski, "A review of the literature on dual-class firms", *Managerial Finance*, 2019, Vol. 45, No. 9, pp. 1199-1218.
- Investor Coalition for Equal Votes, *Response to Primary Markets Effectiveness Review: Feedback to the discussion of the purpose of the listing regime and further discussion*, press release, 2022
- ISS, *Canada Proxy Voting Guidelines for TSX-Listed Companies Benchmark Policy Recommendations*, 2023
- ISS, *ISS ESG Gateway*, 2022, tiré de <https://www.issgovernance.com/esg/iss-esg-gateway/>
- ISS ESG, *Methodology & Research Process* [Governance Qualityscore], 2022
- ISS ESG, *Methodology & Research Process* [ISS ESG Corporate Rating], 2022
- ISS ESG, *Methodology & Research Process* [SDG Impact Rating], 2022
- ISS, *United States Proxy Voting Guidelines Benchmark Policy Recommendations*, 2023
- Joli-Coeur, V., Lefebvre Duquette, P. & A. Tessier. « Entreprises à contrôle familial: fleurons canadiens sur la scène mondiale », *L'Avantage Familial*, Édition printemps 2022, 116p.
- Kim, H. & R. Michaely "Sticking around Too Long? Dynamics of the Benefits of Dual-Class Voting", *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper No. 590/2019*, *Swiss Finance Institute Research Paper No. 19-09*, 2019, 65p.

- Klerk, E., Kharbanda, A. & A. Phillips. "The Family 1000: Post the pandemic" *Credit Suisse Research Institute*, Septembre 2020, 40p.
- Larcker, D. F., Pomorski, L., Tayan, B & and E. M. Watts. "ESG Ratings: A Compass Without Direction" *Stanford Closer Look Series*, August 2, 2022, 16p.
- Lel, U., Netter, J. M., Poulsen, A. B. & Z. Qin. "Dual-Class Shares and Firm Valuation: Market Wide Evidence from Regulatory Events". *ECGI Working Paper Series in Finance*, Working Paper N° 807/2021, Sept. 2022, 66p.
- Liang, H., Park, J. & and W. Zhang. "Riding off into the Sunset: Dual-Class Structure in the Age of Unicorns Going Public" *European Corporate Governance Institute*, Finance Working Paper No. 851/2022, 59p.
- Lidman, E. & R. Skog. "London Allowing dual class Premium listings: A Swedish comment". *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 22 (1), 2022, pp. 83-114.
- Ma, L. "Corporate social responsibility reporting in family firms: Evidence from China", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2023, Vol. 37, 100730.
- Merwat, S., de Verteuil, I., Yan, J. & J. Zhai. "The Evils And Virtues Of Dual Class Share Structures". *CIBC Capital Markets Equity Research*, August 27, 2023, 15p.
- Moore, T. M. "Designing Dual-Class Sunsets: The Case for a Transfer-Centered Approach". *William & Mary Business Law Review*, Vol. 12 (1), 2020, pp.93-166.
- Palas, R. & D. Solomon. "The Quality of Earnings Information in Dual-Class Firms: Persistence and Predictability," *Journal of Law, Finance, and Accounting*, vol. 7(1), 2022, pp. 127-164.
- Prall, K. "ESG Ratings: Navigating Through the Haze," *CFA Institute blog*, August 10, 2021.
- Reddy, B. V. "More than Meets the Eye: Reassessing the Empirical Evidence on U.S. Dual-Class Stock" *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2021, Vol. 23, No 4, pp.955-1017.
- Refinitiv, "Refinitiv enhances ESG Scoring Methodology to reflect sustainable industry developments and market changes", *Press release*, April 15, 2020.
- Refinitiv, *Environmental, social and governance scores from Refinitiv*, May 2022, 28p.
- Refinitiv, *ESG Category Data* [ESG Category Data] <https://wrds-www.wharton.upenn.edu/pages/get-data/thomson-reuters/refinitiv-esg/refinitiv-esg-category-data/>
- Refinitiv, *ESG Company Screening Data* [ESG Company Screening Data] <https://wrds-www.wharton.upenn.edu/pages/get-data/thomson-reuters/refinitiv-esg/refinitiv-esg-company-screening-data/>
- Repgraph, *IFB Research Foundation's UK Large Family Business Report*, 2020
- Rowe, W. G. & A. Sweeney. "Dual-Class Shares: Risks and Advantages". *Ivey Business Journal*, July/August 2022, 10p.
- Sah, N. B., Banerjee, A., Malm, J. & A. Rahman. "A good name is better than riches: Family firms and working capital management", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 2022, Vol. 33, 100599.

- Sekerci, N. "Factors Associated with Strategic Corporate Decisions in Family Firms: Evidence from Sweden". *International Review of Finance*, 2020, Vol. 20, No 1, pp. 45-75.
- Shen, J. "The anatomy of dual class share structures: A comparative perspective" *Hong Kong law journal*, 2016, 46(2), pp.477-509.
- Shobe, G. & J. Shobe "The Dual Class Spectrum". *Yale Journal on Regulation*, 39, 2022, pp. 1343-1390.
- Solomon, D., Palas, R. & A. Baranes. "The Quality of Information Provided by Dual-Class Firms". *American Business Law Journal*, Vol 57, No 3, 2020, pp. 443-486.
- Stiftung Familienunternehmen, *Börsennotierte Familienunternehmen in Deutschland*, 2019 tiré de <https://www.familienunternehmen.de/en/press-area/2019-08-26/listed-family-businesses>
- Sustainalytics, *Overview of Sustainalytics' ESG Risk Ratings*, 2020
- Sustainalytics, *Company ESG Risk Ratings*, 2022 tiré de <https://www.sustainalytics.com/esg-ratings>
- Tommasetti, R., A Da Silva Masedo, M., A. Azevedho de Carvalho, F. & S. Barile. "Better with age: financial reporting quality in family firms". *Journal of Family Business Management*, Vol. 10, No. 4, 2020, pp. 40-57.
- Vos, T. "The missing role of controlling shareholders in the short-termism debate". *ECGI Working Paper Series in Law*, Working Paper N° 728/2023, July 2023.
- Weng, C. X. & A. J. Hu. "Every sunset is an opportunity to reset: an analysis of dual-class share regulations and sunset clauses". *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 22(1), 2022, pp.571-603.
- Yan, M. "A Control-Accountability Analysis of Dual Class Share (DCS) Structures" *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 45, No.1, 2020, pp.2-46.
- Yan, M. "The myth of dual class shares: lessons from Asia's financial centres". *Journal of Corporate Law Studies*, 2021, Vol. 21 (2), pp.397-432.
- Yan, M. "Permitting dual class shares in the UK premium listing regime – a path to enhance rather than compromise investor protection". *Legal Studies*, Vol. 42(2), June 2022, pp. 335-357.

À propos de l'IGOPP

LA RÉFÉRENCE EN GOUVERNANCE

Créé en 2005 par deux établissements universitaires (HEC Montréal et l'Université Concordia-École de gestion John-Molson) ainsi que par l'Autorité des marchés financiers et la Fondation Stephen Jarislowsky, l'Institut sur la gouvernance (IGOPP) est devenu un centre d'excellence en matière de gouvernance. Par ses activités de recherche, ses programmes de formation, ses prises de position et ses interventions dans les débats publics, l'IGOPP s'est affirmé comme référence incontournable pour tout sujet de gouvernance tant dans le secteur privé que dans le secteur public.

NOTRE MISSION

- Renforcer la gouvernance fiduciaire dans le secteur public et privé ;
- Assumer un leadership intellectuel dans le domaine de la gouvernance ;
- Faire évoluer les sociétés d'une gouvernance strictement fiduciaire **vers une gouvernance créatrice de valeurs** ;
- Contribuer aux débats et à la solution de problèmes de gouvernance par des prises de position sur des enjeux importants ainsi que par une large diffusion des connaissances en gouvernance.

NOS ACTIVITÉS

Les activités de l'Institut portent sur les quatre domaines suivants :

- **Prises de position**
- **Formation**
- **Recherche**
- **Diffusion des connaissances**



Institut sur la gouvernance
d'organisations privées et publiques

1000, rue de la Gauchetière Ouest, bureau 3910, Montréal (Québec) H3B 4W5

Téléphone 514.439.9301 | **Courriel** info@igopp.org | **www.igopp.org**