

Concentration de propriété et investissements en R&D : une perspective d'agence

Jackie DI VITO
HEC Montréal

Classification JEL : G300 – *Réception* : septembre 2009 ; *Acceptation* : octobre 2010

Correspondance : jacqueline.divito@hec.ca

Résumé : Cette revue de littérature vise à comprendre la relation entre les structures de propriété et les décisions d'investissement en R&D. En analysant la littérature scientifique qui s'est intéressée à cette problématique, nous constatons que la relation entre les structures de propriété et la R&D diffère selon le contexte économique étudié. Ces différences observées d'une économie à l'autre s'expliquent par la prédominance de différents types de conflits d'agence spécifiques à chacune d'elles. Nous discutons des limites de la littérature existante en proposant des pistes de recherches intéressantes pour enrichir la littérature étudiant la relation entre la concentration de propriété et les investissements en R&D.

Mots clés : Structures de propriété – R&D – structures à contrôle minoritaire (CMS) – théorie de l'agence – enracinement.

Abstract: This literature review seeks to understand the relationship between corporate ownership structures and R&D investments. When examining the findings gathered from different economies throughout different parts of the world, we observe important differences in the effect of ownership structures on R&D investments from one economic context to another. These differences are based on specific differences in the agency conflicts that are predominant in the different economic settings. We underline and discuss some of the limitations in the present literature and provide several suggestions for future research to improve our understanding of the relationship between ownership concentration and R&D investments.

Keywords: Corporate Ownership Structures – R&D – Controlling-Minority Structures (CMS) – Agency Theory – Entrenchment.

Puisque l'innovation contribue à l'évolution des standards de vie, les investissements en recherche et développement (R&D) jouent un rôle primordial dans la croissance économique des pays développés (Cox, 2001). L'importance de l'innovation pour la croissance économique a notamment été soulignée par Schumpeter (1939) qui, définissant l'innovation comme « la destruction par la création » (*creative destruction*), argumente que celle-ci est indispensable pour la croissance des sociétés capitalistes. Depuis, plusieurs études scientifiques ont constaté que les investissements en R&D ont un impact positif sur la création de valeur des sociétés (Johnson et Pazderka, 1993 ; Cho, 1998) ainsi que sur la performance de celles-ci (Lau, 1998 ; Di Vito et Laurin, 2010).

Bien que les investissements en R&D soient importants pour la performance à long terme des sociétés, les études démontrent que de tels investissements, étant de nature risquée et ne portant fruit qu'à moyen et long terme, font l'objet de discrétion managériale. Cette discrétion managériale peut s'exercer en contexte d'asymétrie informationnelle entre les agents (dirigeants) qui contrôlent des ressources d'une société et les principaux (propriétaires) qui en détiennent les droits de propriété. C'est ainsi que sont mis en place plusieurs mécanismes de gouvernance pour inciter ces agents à investir dans des activités créatrices de valeur pour les sociétés, telles que la R&D. La concentration de propriété compte parmi les mécanismes de gouvernance reconnus dans la littérature pour favoriser les investissements en R&D. Ceci est vrai, en particulier, pour les économies caractérisées par des structures de propriété à actionnariat diffus telles que l'économie américaine. Cependant, même dans ces économies, les effets bénéfiques de la concentration de propriété sur les investissements en R&D ainsi que sur la performance des sociétés s'inversent à des niveaux élevés de concentration et deviennent négatifs. Ce phénomène est expliqué dans la littérature comme étant le résultat de l'enracinement du gestionnaire détenant le contrôle d'une société, devenu inerte et peu incité à entreprendre des projets risqués et incertains tels que la R&D.

Si le phénomène d'enracinement des actionnaires dominants nuit aux investissements en R&D, cette situation devrait affecter un grand nombre de sociétés dans la plupart des économies du monde puisque, mises à part les sociétés américaines et britanniques, la concentration de

propriété constitue la norme plutôt que l'exception. De plus, dans la plupart des économies, une proportion non négligeable de sociétés se dotent d'une structure à contrôle minoritaire (CMS¹). Dans ce type de structures, l'actionnaire dominant détient le contrôle de la société en ne détenant qu'une faible part du capital de celle-ci. Bien que ces types de structures soient mises en place à l'origine afin de permettre aux fondateurs des sociétés de profiter du marché des capitaux tout en gardant le contrôle sur leur entreprise, les conflits d'agence qui en émergent sont plus importants que ceux des sociétés conventionnelles à forte concentration. En effet, les actionnaires dominants de sociétés CMS peuvent prendre des décisions qui leur sont profitables même si ces décisions sont sous optimales pour l'ensemble des actionnaires. Ceci s'explique par le fait que le coût associé à la destruction de la valeur du capital de la société que l'actionnaire dominant d'une CMS doit supporter est moindre que les bénéfices privés qu'il peut en retirer par certains choix d'investissement.

Par ailleurs, la relation entre la concentration de propriété et la R&D peut également varier selon le type d'actionnaire dominant. En effet, la littérature semble suggérer que les sociétés dont le contrôle familial est transféré aux héritiers, investissent significativement moins en matière de R&D que les sociétés à actionnariat diffus ou celles qui sont contrôlées par les fondateurs (Morck et *al.*, 2000). La littérature souligne également que dans les pays où la richesse des héritiers constitue une partie importante du produit intérieur brut (PIB), les sociétés dépensent généralement moins en R&D que dans les autres pays (Morck et *al.*, 2000).

Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que l'innovation est logiquement associée au renouvellement des produits et des services et que le concept de « destruction par la création » pourrait menacer la richesse actuelle des familles qui contrôlent de grandes entreprises à

¹ Le sigle CMS est reconnu dans la littérature comme abréviation de l'expression anglaise « Controlling-Minority Structures ». Nous définissons les sociétés de type CMS, comme celles dont l'actionnaire dominant détient une proportion de droits de vote supérieure à sa part dans le capital.

travers le monde. En effet, la « destruction par la création » pourrait occasionner une certaine réticence de la part des actionnaires dominants à investir en R&D, puisqu'ils tiennent à conserver leur richesse dans le capital des sociétés (Morck *et al.*, 2000).

Tous ces constats sont préoccupants compte tenu du fait que la plupart des économies dans le monde comptent surtout des sociétés à forte concentration de propriété. Cette revue de littérature a donc pour objet de recenser les études empiriques ayant analysé la relation entre la concentration de propriété et les investissements en R&D dans différentes économies, afin de mieux comprendre cette relation et de proposer des pistes de recherche qui contribueraient à enrichir la littérature actuelle. La première section de cette revue présente le développement de la théorie de l'agence et identifie les principaux enjeux d'agence qui émergent des structures de propriété et comment ces enjeux peuvent affecter les investissements en R&D. La deuxième section regroupe les conclusions empiriques tirées de la littérature étudiant l'impact des structures de propriété sur les activités de R&D selon les différents types de conflits d'agence. Dans la troisième section, nous discutons des limites de la littérature existante et proposons des pistes de recherche pour approfondir les conclusions empiriques actuelles. Finalement, la conclusion générale tirée de cette revue est présentée dans une dernière section.

1. Cadre théorique expliquant la relation entre la concentration de propriété et les investissements en R&D

La version classique de la théorie de l'agence, telle que documentée par Jensen et Meckling (1976), argumente que la séparation de la propriété et du contrôle peut mener à des choix d'investissement sous optimaux qui peuvent nuire à la création de valeur des sociétés. Cette version classique, conçue pour expliquer la relation d'agence entre les dirigeants et les actionnaires, convient particulièrement à un contexte dans lequel l'actionnariat est majoritairement diffus, où les conflits sont principalement liés à l'alignement d'intérêts, connus dans la littérature comme les conflits d'agence de type I (Villalonga et Amit, 2006). La littérature sur la théorie contractuelle soulève quatre problèmes

d'agence fondamentaux étant à l'origine des conflits d'alignement d'intérêts (type I), qui peuvent inciter les dirigeants à prendre des décisions pouvant aller à l'encontre des intérêts des actionnaires, à savoir les problèmes d'effort, d'utilisation d'actifs, d'horizon et de risque (Byrd et *al.*, 1998). Étant donné que les activités de R&D requièrent des investissements sur une longue période et sont de nature risquée (Holmstrom, 1989), puisque leurs résultats demeurent incertains durant la phase de la recherche, ces caractéristiques sont susceptibles d'être considérées par les dirigeants ayant un pouvoir discrétionnaire dans leurs choix d'investissement (Wright et Kroll, 2002).

Dans un contexte de sociétés à actionnariat diffus où les conflits d'agence sont de type I, il existe plusieurs mécanismes de gouvernance internes et externes qui peuvent atténuer ces conflits. Par exemple, pour atténuer les conflits d'agence associés à l'aversion au risque des dirigeants, l'octroi d'actions à ces derniers peut aligner leurs intérêts avec ceux des actionnaires et partager le risque associé aux investissements en matière de R&D. Dans cette optique, la concentration de la propriété, particulièrement lorsqu'elle est détenue par les dirigeants, peut constituer un mécanisme de gouvernance efficace pour résoudre les différends associés aux décisions d'investissement sous optimales pour la création de valeur des sociétés. Plusieurs études semblent confirmer l'efficacité de ce mécanisme de gouvernance en termes de création de valeur (Morck et *al.*, 1988; McConnell et Servaes, 1990, etc.).

Toutefois, à des niveaux élevés de concentration, l'effet positif de ce mécanisme d'alignement se renverse et la forte concentration fait naître un autre conflit d'agence associé, cette fois, à l'enracinement des actionnaires dominants. Celui-ci, appelé conflit de type II (Villalonga et Amit, 2006), oppose l'actionnaire dominant aux actionnaires minoritaires. Le conflit d'agence de type II prend forme lorsque l'actionnaire principal pourrait avoir des préférences dans ses choix d'investissement qui diffèrent de celles des autres actionnaires. Le fait qu'un actionnaire dominant n'ait généralement pas la possibilité de diversifier son portefeuille, peut engendrer deux conséquences : une plus grande aversion au risque et la tentation de mettre en œuvre des stratégies de diversification non souhaitées par les autres actionnaires.

En effet, l'actionnaire dominant qui détient une forte proportion du capital peut devenir plus sensible au risque que les actionnaires très

diversifiés. Dans cette optique, la sous diversification de l'actionnaire dominant pourrait limiter ses choix d'investissement risqués tels que la R&D (Zhang, 1998). D'un autre côté, la concentration des actionnaires dominants peut susciter le besoin d'entreprendre des projets d'investissement qui favorisent la rentabilité à long terme des sociétés détenues, même si ces projets présentent un niveau de risque élevé, puisque la création de valeur qui en émerge augmente considérablement la richesse de ces actionnaires.

La littérature soulève toutefois que dans un contexte de forte concentration de propriété, le problème d'agence fondamental qui nuit aux investissements en R&D n'est pas tant associé au risque que représentent ces investissements qu'à la mauvaise allocation des ressources par des choix d'investissement qui peuvent s'avérer sous optimaux quant à la création de valeur. En effet, étant à l'abri des mécanismes de gouvernance disciplinaires, les actionnaires dominants se trouvent enracinés dans la société et peuvent prendre des décisions sous optimales d'allocation des ressources pour maximiser leurs propres intérêts au détriment de ceux des actionnaires minoritaires.

Le problème d'enracinement s'amplifie encore dans le cadre des structures CMS, où l'actionnaire dominant contrôle les actifs d'un groupe de sociétés mais ne détient qu'une faible proportion du capital de ces dernières. Dans les structures de type CMS, très présentes dans les pays d'Europe, d'Asie ainsi qu'au Canada, la séparation entre le contrôle des votes et les droits de propriété provoque plusieurs conflits d'agence simultanés. Premièrement, la concentration du contrôle dans les mains de l'actionnaire dominant permet son enracinement dans la société et facilite l'expropriation des actionnaires minoritaires. De plus, sa participation négligeable au capital de la société peut susciter tous les problèmes d'agence de type I, associés aux structures de propriété conventionnelles à actionnariat diffus. Finalement, lorsque l'actionnaire dominant est en tête d'un groupe de sociétés CMS de forme pyramidale, il peut effectuer des transferts de richesse vers les sociétés situées au sommet de la pyramide, dans lesquelles ses droits de propriété sont plus importants. Ces pratiques de transferts de richesse à l'intérieur des structures pyramidales sont connues sous le terme *tunneling*.

Il existe une littérature récente mais grandissante traitant de l'impact des CMS sur l'économie (Morck et *al.*, 2000), la performance des

organisations (Morck et *al.*, 2000 ; Claessens et *al.*, 2002 ; Faccio et Lang, 2002 ; Cronqvist et Nilsson, 2003 ; Bozec et Laurin, 2008) et l'allocation du capital (Morck et *al.*, 2000 et 2005). Les conclusions de ces études révèlent que la séparation des droits de vote et des droits au capital affecte négativement la performance des sociétés, particulièrement lorsque le système légal de gouvernance n'est pas rigoureux (Claessens et *al.*, 2002) et lorsque la participation des actionnaires dominants au capital est faible (Bozec et Laurin, 2008). L'expropriation des actionnaires minoritaires semble s'effectuer par la mauvaise allocation des ressources (Morck et *al.*, 2005) et notamment par des décisions d'investissement sous optimales pour les sociétés (Cronqvist et Nilsson, 2003).

Bebchuk et *al.* (2000) démontrent, à l'aide d'un modèle théorique, qu'à mesure que l'écart entre ses droits de vote et ses droits de propriété augmente, l'actionnaire dominant des sociétés CMS oriente ses choix d'investissement vers des projets qui maximisent ses gains privés plutôt que la valeur des sociétés. Par ailleurs, Morck et *al.* (2000) argumentent que les sociétés CMS détenues par les grandes familles héritières du contrôle ne favorisent pas les investissements en R&D, ce qui nuit à la croissance de l'économie canadienne. Cette réalité soulève donc des préoccupations importantes quant à l'impact des structures de propriété sur les investissements en R&D puisqu'à travers le monde, la richesse des familles héritières du contrôle relativement au PIB atteint des niveaux élevés similaires au Canada, où Morck et *al.* (2000) constatent des problèmes d'enracinement affectant négativement les investissements en R&D. Ainsi, l'importance de la richesse des familles héritières de contrôle pourrait avoir des répercussions majeures sur les activités de R&D dans une perspective internationale. Le Tableau 1 présente la richesse moyenne des milliardaires à travers le monde ainsi que la part de cette richesse détenue par les héritiers relativement au PIB.

Tableau 1 – Richesse des milliardaires et des héritiers à travers le monde

	Europe	Asie	États-Unis	Canada	Amérique Centrale et du sud	Afrique	Australie
Richesse moyenne des milliardaires /PIB	2,48 %	10,44 %	3,95 %	4,02 %	4,52 %	1,26 %	0,77 %
Richesse moyenne des milliardaires héritiers/PIB	1,20 %	2,58 %	1,47 %	2,49 %	1,39 %	0,12 %	0,00 %
% de la richesse des milliardaires /PIB, attribuable aux héritiers	48 %	25 %	37 %	62 %	31 %	10 %	0,00 %

Source : *Compilation des statistiques de Morck et al., 2000 (tirée de la revue Forbes 1993).*

De plus, les statistiques générales montrent que la plupart des économies dans le monde se caractérisent par des sociétés à actionnariat concentré et par la présence de structures de type CMS (La Porta et *al.*, 1999). Le tableau 2 présente certaines statistiques des niveaux de concentration de contrôle à travers le monde.

En récapitulant les arguments de la théorie de l'agence sur les problèmes potentiels émergeant des structures de propriété, la littérature soulève que les conflits diffèrent selon les relations d'agence. La figure 1 illustre les conflits d'agence selon les différents types de structures de propriété.

Tableau 2 – Statistiques sur les niveaux moyens de concentration de contrôle dans le monde

Seuil de Concentration de 10 % et plus	Canada	États-Unis	Europe	Asie
Sociétés à actionnariat diffus	18 %	80 %	14 %	20 %
Sociétés avec concentration de contrôle	82 %	20 %	86 %	80 %
Sociétés contrôlées par des familles	57 %	20 %	56 %	45 %
Ratio d'écart entre droits de propriété et droits de vote ²	0,85	N/D	0,87	0,77

Sources : compilation des statistiques de LaPorta et al., 1999; Claessens et al., 2002; Faccio et Lang, 2002; Bozec et Laurin, 2004.

Les structures de propriété semblent avoir un impact significatif sur les décisions d'investissement en matière de R&D, et par conséquent sur la croissance économique des nations. La prochaine section recense les différentes études empiriques qui ont analysé la relation entre la concentration de propriété et les activités de R&D et les présente selon les différentes catégories de conflits d'agences.

² Ce ratio représente le pourcentage des droits de propriété divisé par celui des droits de vote. Ainsi, plus la valeur de ce ratio est petit, plus il y a séparation de ces droits. Lorsqu'il n'y a pas de séparation entre les droits de vote et les droits de propriété, ce ratio prend la valeur 1.

Figure 1 – Problèmes d’agence émergeant des différents types de structures de propriété

2. Structures de propriété et R&D

Une vaste littérature s'est intéressée à l'impact des différents mécanismes de gouvernance, et particulièrement à celui de la structure de propriété, sur les activités de R&D des sociétés. Les conclusions générales tirées de la littérature, analysant surtout les économies caractérisées par des sociétés à actionnariat diffus, semblent indiquer que la concentration de propriété favorise les activités de R&D (Francis et Smith, 1995 ; Cho, 1998 ; Gompers et *al.*, 2004). Par ailleurs, dans le cadre des économies caractérisées par une forte concentration de propriété, les études qui ont analysé l'impact des structures de propriété sur les activités d'innovation indiquent que c'est la dispersion qui favorise ces activités (Czarnitzki et Kraft, 2009) et en assure une meilleure rentabilité (Gugler et *al.*, 2004). Les résultats empiriques semblent ainsi diverger selon les contextes économiques étudiés et supportent à la fois les hypothèses d'alignement et d'enracinement.

2.1. Structures de propriété et R&D dans un contexte de propriété diffuse : Conflits d'agence de type I

La majorité des études qui analysent la relation entre les structures de propriété et l'investissement en R&D dans un contexte économique caractérisé notamment par des structures à actionnariat diffus sont effectuées sur des échantillons américains. De façon générale, les chercheurs constatent un lien positif entre l'intensité des activités d'innovation et la concentration de la propriété détenue par les dirigeants puisque cette concentration permet d'atténuer les conflits de type I et d'aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des actionnaires (Baysinger et *al.*, 1991 ; Francis et Smith, 1995 ; Cho, 1998 ; Lee et O'Neill, 2003 ; Gompers et *al.*, 2004).

Bien qu'il existe un alignement des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires dans le cas d'une concentration de propriété favorisant ainsi les investissements dans des projets de R&D, ce phénomène semble s'inverser à partir d'un certain seuil de concentration où l'effet contraire se produit (Cho, 1998; Gompers et *al.*, 2004). Il en résulte qu'à un seuil de concentration donné, l'impact de la concentration sur

les activités de R&D devient négatif. La littérature explique le renversement de la relation étudiée par l'hypothèse d'enracinement. Toutefois, à des niveaux élevés de concentration de propriété, on observe un alignement d'intérêts parfait et la relation entre la concentration et les activités de R&D reprend un sens positif.

L'étude de Gompers *et al.* (2004) indique que c'est la concentration de la propriété qui favorise les investissements en R&D et non la concentration du contrôle. En distinguant les droits de propriété des droits de vote de l'ensemble des dirigeants et administrateurs des sociétés, ces auteurs constatent que la concentration du contrôle, contrairement à celle de la propriété, nuit aux activités de R&D, ce qui est en lien avec l'hypothèse d'enracinement. Notons que les structures de type CMS sont moins nombreuses aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde puisque de telles structures découlant de l'octroi d'actions à droits de vote multiples (*dual class shares*) ont fait l'objet de réglementations très strictes dans les marchés de capitaux américains. Ces restrictions allaient même jusqu'à l'interdiction d'émettre des actions à droits de vote multiples imposée par les autorités de certains marchés financiers importants tels que le New York Stock Exchange, et ce, jusqu'en 1985. Par conséquent, les structures de type CMS sont généralement plus récentes aux États-Unis qu'ailleurs. En 2007, le pourcentage des sociétés CMS, qualifiées de *dual class* représentait 7,4 % des sociétés cotées à la bourse aux États-Unis (Howell, 2009).

De plus, les structures de type CMS américaines, qui sont généralement caractérisées par des actions à droits de vote multiples³, sont très critiquées par les investisseurs institutionnels. À titre d'exemple, l'émission des différentes classes d'actions incluant celles à droits de vote multiples lors de l'appel public à l'épargne de la société Google, a suscité des critiques sévères par les médias financiers. Par

³ Les structures CMS sous forme de contrôle pyramidal sont à peu près inexistantes aux États-Unis. Morck *et al.* (2000) prétendent que l'absence de ce type de CMS est dû au fait que les dividendes versés aux sociétés sont taxables aux États-Unis, alors que, dans la plupart des autres pays, le fardeau fiscal des dividendes incombe aux particuliers. Ainsi, les structures pyramidales seraient coûteuses pour les sociétés américaines.

conséquent, la société Google fut classée comme étant celle avec la structure de gouvernance la plus faible de toutes les sociétés de l'index Standard and Poor's (S&P). Alors que les structures de type CMS sont moins présentes aux États-Unis, Gompers et *al.* (2004) détectent tout de même des problèmes d'enracinement associés à la concentration de droits de vote, bien qu'ils constatent un effet positif d'alignement associé à la concentration des droits de propriété. Les conclusions générales tirées des études effectuées dans des économies caractérisées principalement de sociétés à actionnariat diffus suggèrent que la concentration de propriété favorise les choix d'investissement qui contribuent à la rentabilité à long terme des sociétés tels que les activités de R&D. La concentration de propriété, jusqu'à un certain niveau de concentration, semble donc être un mécanisme de gouvernance efficace pour minimiser les conflits d'agence de type I entre les dirigeants et les actionnaires. Le tableau 3 présente les résultats empiriques des études recensées ayant analysé la relation entre la concentration de la propriété et les activités de R&D dans un contexte où les conflits d'agence de type I sont prédominants.

Tableau 3 – **Recensement des conclusions empiriques d'études analysant la relation entre la concentration de la propriété et les activités de R&D selon le les conflits d'agence de type I.**

2.2. Structures de propriété et R&D dans un contexte de propriété à actionnariat concentré : conflits d'agence de type II

À l'époque où Berle et Means (1932) questionnaient les implications de la dispersion de la propriété des sociétés sur la création de valeur, Joseph A. Schumpeter (1939) soulignait l'importance de l'innovation pour la croissance économique et l'évolution des sociétés. Toutefois, la vision de Schumpeter à propos des dirigeants était bien différente de celle de Berle et Means (1932) dans un contexte de société à actionnariat diffus. En effet, Schumpeter qualifiait le dirigeant de fondateur d'empire. Cette définition s'appliquait particulièrement aux propriétaires-entrepreneurs ayant fondé les sociétés géantes apparues à la fin du 19^{ème} et au début du 20^{ème} siècle (Gugler et *al.*, 2004). Ces propriétaires-dirigeants ne détenaient pas forcément toutes les actions de la société. La caractérisation des sociétés selon Schumpeter se rapproche de celle des sociétés à actionnariat concentré. Rappelons que dans ce contexte, le conflit d'agence prédominant correspond à celui de type II qui oppose l'actionnaire majoritaire et les actionnaires minoritaires.

Gugler et *al.* (2004) ont effectué une étude internationale analysant l'impact des structures de propriété sur le rendement des investissements. Leur échantillon regroupe 19 000 sociétés de 61 pays qu'ils classifient selon les systèmes légaux de gouvernance. Leur classification est basée sur celle de La Porta et *al.* (1998), qui considèrent que les pays avec un système légal de type anglo-saxon ont les structures de gouvernance les plus rigoureuses, suivis dans l'ordre par les systèmes de type scandinave, allemand et français. Les conclusions générales de cette étude internationale suggèrent que les intérêts des dirigeants et des actionnaires sont plus susceptibles d'être alignés dans des pays où il est facile pour les actionnaires de surveiller les dirigeants et d'initier des prises de contrôle. Ainsi, les rendements sur les investissements seraient plus élevés dans les pays où la structure de gouvernance est plus stricte, ce qui correspond généralement aux pays où il y a plus de sociétés à capital diffus.

Les études analysant l'impact des structures de propriété sur les activités d'innovation dans un contexte non américain constatent

généralement une relation négative entre la concentration et les activités de R&D. En effet, une étude effectuée par Munari *et al.* (2006) sur des sociétés de six pays européens (France, Allemagne, Italie, Norvège, Suède et Royaume-Uni) montre que dans ces pays, la dispersion favorise les investissements en matière de R&D. Czarnitzki et Kraft (2009) analysent l'impact de la structure de propriété de 275 sociétés manufacturières allemandes sur les activités d'innovation mesurées par le nombre de brevets déposés, et arrivent à la même conclusion.

Les conclusions empiriques sont plus mitigées dans le contexte de sociétés japonaises. En effet, alors qu'Abdullah *et al.* (2002) constatent une relation positive et non monotone entre la concentration de propriété et l'intensité des investissements en R&D, d'autres études ne relèvent aucune relation significative entre les structures de propriété et les activités d'innovation, qu'il s'agisse des investissements en R&D (Lee et O'Neill, 2003) ou encore de la productivité de ces activités mesurée par le ratio du nombre de brevets obtenus sur les dépenses en R&D (Lee, 2005). Yafeh et Yosha (2003), analysant pour leur part les investissements en R&D comme dépenses discrétionnaires, constatent une relation négative entre la concentration de propriété des sociétés japonaises et ces investissements. Les résultats mitigés obtenus par les études japonaises peuvent être expliqués par la complexité des structures japonaises constituées par de fortes concentrations et des structures de propriété croisée⁴.

Au Canada, la concentration de la propriété caractérise également une grande partie des sociétés. Ainsi, comme c'est le cas au sein d'économies caractérisées par des sociétés à actionnariat concentré, la prédominance d'une forte concentration du contrôle au sein des sociétés canadiennes peut entraîner l'enracinement des actionnaires dominants et, par conséquent, faciliter l'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires. Cependant, le système légal de gouvernance

⁴ Les structures de propriété croisées sont des structures de type CMS où les droits de votes utilisés pour contrôler un groupe sont distribués à la totalité des sociétés de ce groupe.

canadien est qualifié comme étant rigoureux et devrait donc limiter l'expropriation des actionnaires minoritaires.

Malgré la rigueur du système légal de gouvernance, quelques préoccupations sont soulevées dans la littérature, quant à l'impact des grandes sociétés contrôlées par des familles riches sur la croissance économique au Canada. Morck et *al.* (2000) se préoccupent de l'impact du contrôle exercé par différents types d'actionnaire dominant, particulièrement les héritiers du contrôle familial des sociétés canadiennes, sur l'intensité de leurs activités d'innovation.

En réponse aux préoccupations soulevées dans la littérature quant aux répercussions négatives des structures de propriété canadiennes sur les investissements en R&D, Di Vito et *al.* (2010) ont analysé cette question empiriquement. Les résultats de l'étude indiquent que lorsque la concentration des droits de votes est détenue par les actionnaires dominants de sociétés CMS, elle nuit aux résultats des investissements en R&D. Par ailleurs, l'écart entre les droits de vote et les droits de propriété des actionnaires dominants de sociétés CMS a un impact positif sur les fonds investis en R&D mais un impact négatif sur les résultats de ces investissements. Pour corroborer les arguments théoriques de Bebchuk et *al.* (2000), ces résultats pourraient suggérer que les actionnaires dominants de sociétés CMS, n'internalisant pas les effets négatifs de leurs choix sous optimaux en matière d'allocation des ressources et, jouissant entièrement des gains privés du contrôle qu'ils détiennent sur ces ressources, investissent dans des projets de R&D qui leur permettent d'obtenir des gains privés plutôt que de créer de la valeur pour les actionnaires. Par ailleurs, parmi les exemples de choix sous optimaux d'allocation des ressources, Morck et *al.* (2000) citent la consommation personnelle des ressources des sociétés, la poursuite d'objectifs politiques et les investissements favorisant des amis et/ou des membres de la famille. Ces allocations sous optimales de ressources des sociétés CMS pourraient très bien se faire par l'intermédiaire des investissements en R&D.

Dans un contexte européen, Gugler et *al.* (2004) vérifient l'impact des différentes structures de CMS (pyramides, propriété croisée et actions à droits de vote multiples) sur les rendements des investissements en R&D. Ils constatent que les trois types de structures affectent ces rendements de façon négative. Leurs résultats suggèrent donc que, si les sociétés de type CMS investissent dans des activités de

R&D, leur choix de projets de R&D n'est pas forcément fondé sur la création de valeur.

Contrairement aux conclusions tirées par les études effectuées dans des économies où les conflits d'agence prédominants sont de type I, les résultats obtenus dans les études effectuées dans le cadre d'économies dotées de sociétés à actionnariat concentré semblent indiquer que la concentration de la propriété a un effet plutôt négatif sur les investissements en R&D. Le phénomène d'enracinement est donc très présent dans ces sociétés et constitue le problème d'agence prédominant. Ce problème a un impact non seulement sur la performance financière des sociétés à actionnariat concentré, mais également sur les préférences en matière d'investissement. Le tableau 4 présente les résultats empiriques des études recensées ayant analysé la relation entre la concentration de la propriété et les activités de R&D dans un contexte où les conflits d'agence de type II sont prédominants.

Tableau 4 – **Recensement des conclusions empiriques d'études analysant la relation entre la concentration de la propriété et les activités de R&D selon le les conflits d'agence de type II**

2.3. Concentration du contrôle entre les mains des familles

Plusieurs recherches se sont intéressées à l'impact des familles détentrices du contrôle sur la performance et les investissements des sociétés. Certaines de ces études, effectuées dans un contexte américain, constatent que le contrôle familial favorise la création de valeur (Anderson et Reeb, 2003) puisqu'il contribue à éliminer le problème d'agence de type I associé à l'alignement (Villalonga et Amit, 2006). Ceci est particulièrement vrai lorsque le fondateur fait partie de la direction et/ou de l'administration de la société (Villalonga et Amit, 2006).

D'autres études effectuées dans des économies où la propriété est généralement concentrée, trouvent que les coûts d'agence sont particulièrement importants lorsque la concentration des droits de vote des sociétés est dans les mains de grandes familles détentrices du contrôle puisque le problème d'agence de type II associé à l'enracinement est intensifié (Cronqvist et Nilsson, 2003 ; Morck et *al.*, 2005).

Dans un contexte de contrôle familial, ce sont souvent les membres de la famille qui dirigent les sociétés. La qualité de la gestion pourrait donc ne pas être optimale puisque les dirigeants sont souvent choisis parmi les membres les plus qualifiés à l'intérieur d'une même famille plutôt que d'être choisis parmi les dirigeants réputés sur le marché. Ces dirigeants, membres de la famille, sont en quelque sorte enracinés dans la société et peuvent exproprier les actionnaires minoritaires de leur richesse par une mauvaise allocation des ressources, des investissements inefficients et une faible croissance (King et Santor, 2007). Ainsi, les études effectuées dans des économies à forte concentration indiquent que la concentration du contrôle détenue par des familles a un effet significativement négatif sur la valeur des sociétés (Cronqvist et Nilsson, 2003), particulièrement lorsque les sociétés ont des structures de type CMS (King et Santor, 2007) et lorsque ce sont les héritiers qui détiennent le contrôle (Morck et *al.*, 2000).

Munari et *al.* (2006) constate une relation négative entre la concentration familiale et les investissements en R&D des sociétés

européennes. Di Vito et *al.* (2010) trouvent une relation similaire pour les sociétés canadiennes. Morck et *al.* (2000) trouvent également une relation négative entre la concentration familiale et les investissements en R&D lorsque ce sont les héritiers de la famille fondatrice qui détiennent le contrôle. Toujours dans un contexte canadien, King et Santor (2007) constatent que les problèmes d'agence ne proviennent pas tant du fait que les familles contrôlent les sociétés mais plutôt lorsque ces familles contrôlent des sociétés de type CMS.

En effet, les grandes familles d'élite⁵, qui contrôlent des groupes de sociétés, ont fondé leur richesse sur le capital existant. Selon la théorie de Schumpeter, l'innovation occasionne une destruction du vieux capital par la création de nouvelles technologies. Les familles milliardaires enracinées auraient donc tout intérêt à préserver leur capital existant et à ralentir le processus d'innovation car, ce faisant, elles ralentissent également la destruction de leur capital (richesse) (Morck et *al.*, 2000). Or, les familles d'élite qui détiennent le contrôle de groupes de sociétés géants peuvent non seulement limiter les activités d'innovation au sein des sociétés qu'elles contrôlent, mais ces familles peuvent également exercer leur influence politique sur les institutions afin de bloquer les fonds qui serviront à financer les activités d'innovation des sociétés concurrentes (Morck et Yeung, 2003).

Par ailleurs, lorsque ces familles d'élite détiennent le contrôle de plusieurs sociétés, l'innovation de l'une peut affecter de façon négative la rentabilité de l'autre. L'incitation qu'ont les familles détenant le contrôle d'une CMS à bloquer les activités d'innovation à l'intérieur de leur groupe de sociétés est proportionnel à l'importance des droits de propriété qu'elles détiennent dans ces sociétés. En général, les actionnaires dominants d'un groupe CMS ont une part plus importante dans le capital des sociétés se situant au sommet d'une structure pyramidale alors que leur part de capital dans les sociétés qui se

⁵ Les grandes familles d'élite sont celles qui contrôlent un groupe important d'entreprises (souvent sous forme de CMS) et, par le fait même, exercent un pouvoir important sur les activités économiques d'un pays.

retrouvent au pied de la pyramide est plutôt négligeable. Ainsi, lorsque la société novatrice se trouve au pied de la pyramide de contrôle et que l'innovation nuit à la société qui se trouve au sommet de cette pyramide, l'impact négatif sur le capital des familles contrôlant la CMS sera plus important que si l'inverse se produit. Par conséquent, ces familles seront très susceptibles de bloquer l'innovation par la R&D (Morck et Yeung, 2003). Si, au contraire, l'innovation est rentable pour les sociétés au sommet d'une pyramide de contrôle mais non rentable pour les sociétés au pied de cette pyramide, les actionnaires dominants seront moins enclins à bloquer de telles innovations puisque l'effet de la rentabilité sur leur capital sera plus favorable.

2.4. *Présence d'investisseurs institutionnels dans l'actionnariat*

Outre la concentration du contrôle détenu par les familles, la présence d'investisseurs institutionnels semble également influencer les activités de R&D des sociétés. À cet effet, deux hypothèses principales découlent des recherches étudiant l'impact des investisseurs institutionnels sur les activités de R&D. La première suggère que les investisseurs institutionnels ont une vision à court terme de la rentabilité de leur investissement. Selon cette hypothèse, l'impact des investisseurs institutionnels sur les décisions stratégiques de la firme devrait être négatif. Dans cette optique, les dirigeants qui ressentent une pression à générer des profits à court terme sous-investiront en R&D puisque la rentabilité de ces investissements se produit à plus long terme (Porter, 1992 cité par Barker et Mueller, 2002). En relation avec cette première hypothèse, plusieurs chercheurs ont constaté des relations négatives entre l'importance des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat des sociétés et les investissements en R&D (Bushee, 1988 ; Munari et al. , 2006 ; Tribo et al., 2007).

En Europe, les résultats tirés de l'étude de Munari et al. (2006) indiquent que la concentration de la propriété détenue par les institutions financières aurait un impact négatif sur les investissements en R&D. Des résultats similaires ont été constatés dans l'étude de Tribo et al. (2007) qui constate que les investissements en R&D sont favorisés lorsque le contrôle est détenu par des sociétés non financières

mais défavorisés lorsque le contrôle est détenu par des institutions financières.

Une deuxième hypothèse avancée dans la littérature suggère, cette fois, que les investisseurs institutionnels encouragent la création de valeur à long terme des sociétés et, par conséquent, leur importance dans l'actionnariat d'une société contribue à aligner les intérêts des dirigeants avec ceux des propriétaires. Selon cette deuxième hypothèse, la vigilance des institutions dans la surveillance active réduit les conflits d'agence potentiels entre les dirigeants et les investisseurs. Dans cette optique, les investisseurs institutionnels inciteraient les dirigeants à investir en R&D, ce qui contribuerait à l'optimisation de la valeur de leur investissement. Par ailleurs, le rôle bénéfique que jouent les institutions comme « surveillants externes » a été grandement documenté dans les études empiriques (McConnell et Servaes, 1990). Cette deuxième hypothèse, qui présuppose que la présence des investisseurs institutionnels favorise les activités de R&D reconnues pour contribuer à la création de valeur des sociétés, est également corroborée par certaines recherches empiriques dans les sociétés américaines (Baysinger et *al.*, 1991 ; Barker et Mueller, 2002) et les sociétés canadiennes (Di Vito et *al.*, 2010).

Ainsi, les conclusions empiriques à l'égard de l'impact d'une concentration du contrôle institutionnel sur les investissements en R&D sont mixtes et corroborent l'une ou l'autre des deux hypothèses. Le fait qu'il soit difficile de trancher entre l'influence positive et négative des investisseurs institutionnels sur les investissements en R&D peut s'expliquer par les différences dans l'horizon et l'objectif visé par leurs investissements.

Dans une étude de sociétés américaines, Zahra (1996) montre que les investisseurs institutionnels, tels que les fonds mutuels et les fonds de retraite, visent la rentabilité sur un horizon à long terme et, donc, favorisent les activités d'innovation. D'autres investisseurs institutionnels, tels que les banques et les fonds privés, visent la rentabilité à court terme ce qui défavorise de tels investissements innovants.

Dans un contexte européen, les investisseurs institutionnels tels que les fonds mutuels et fonds de retraite sont particulièrement présents dans le Royaume-Uni, alors qu'en France, Allemagne et Italie, les principaux types d'investisseurs sont des banques et des compagnies

d'assurances. Bushee (1988) argumente que les déterminants de l'influence des investisseurs institutionnels sur les investissements en R&D ne sont pas tant liés à la nature des différents investisseurs institutionnels mais plutôt à l'objectif visé par leurs placements. Par ailleurs, Bushee (1998) et Bushee et Noe (2000) identifient trois types d'investisseurs institutionnels. Les investisseurs *transients* visent des stratégies à court terme avec des taux élevés de rotation de portefeuilles, alors que les investisseurs institutionnels de type *quasi-indexers* et de type dédiés détiennent des portefeuilles plus stables visant des rendements à plus long terme. La distinction des différents types d'investisseurs dans les études analysant la relation entre la propriété institutionnelle et les investissements en R&D pourrait contribuer à une meilleure compréhension de cette relation.

Par ailleurs, la présence d'investisseurs institutionnels semble être inversement associée à la concentration de la propriété. En effet, Demsetz et Lehn (1985) constatent une corrélation négative entre la proportion des investisseurs institutionnels et la concentration de la propriété. Ceci implique que ces deux mécanismes de gouvernance se substituent dans une combinaison optimale de mécanismes disciplinaires.

En conclusion, les études recensées dans cette revue de littérature corroborent les argumentations théoriques élaborées dans la section 1. La concentration de propriété semble avoir un effet plutôt positif sur les investissements en R&D dans un contexte économique caractérisé par des structures à actionnariat diffus comme les États-Unis, corroborant ainsi l'hypothèse d'alignement. Bien que cette relation ne soit pas monotone et que, dans certains intervalles de concentration, on note un effet d'enracinement, de manière générale, la concentration de propriété favorise la R&D. Cependant, dans la plupart des autres économies caractérisées par une forte concentration de l'actionnariat, c'est plutôt l'hypothèse d'enracinement qui est vérifiée. Le Tableau 5 résume les conclusions empiriques tirées des études recensées selon les types d'actionnariat.

Tableau 5 – Conclusions empiriques des études analysant la relation entre concentration de la propriété et R&D

	Canada	USA	Europe	Asie
Concentration de la propriété et R&D	Relation plutôt négative (non-linéaire)	Relation plutôt positive (non-linéaire)	Relation négative	Mixte
Concentration du contrôle familial et R&D	Relation plutôt négative	Relation plutôt négative	Relation plutôt négative	ND
Concentration du contrôle institutions financières et R&D	Relation plutôt positive	Résultats mixtes	Relation plutôt négative	ND

3. Limites de la littérature existante, discussion et pistes de recherches futures

Les études recensées dans cette revue de littérature contribuent à notre compréhension de la relation entre la concentration de la propriété et les activités de R&D. Ces études comportent néanmoins plusieurs limites importantes qui devraient être considérées lors de l'interprétation des résultats. Tout d'abord, bien que la littérature scientifique documente la question d'endogénéité entre les mesures de performance et la concentration de la propriété (Demsetz et Lehn, 1985; Kole, 1994, etc.), très peu d'études prennent réellement en compte cette interrelation entre les mesures des activités de R&D, la concentration de la propriété et la performance (Cho, 1998 ; Di Vito et Laurin, 2010). Dans un contexte économique caractérisé par des structures à actionnariat diffus tel que les États-Unis, la concentration de la propriété par l'octroi d'actions aux dirigeants en récompense de la bonne performance des sociétés peut constituer un mécanisme de gouvernance pour contrer les conflits d'agence associés à l'alignement d'intérêts. Dans ces économies, il est donc bien possible que la concentration de la propriété soit endogène à la performance. Par ailleurs, la plupart des études américaines qui vérifient l'impact des mesures de concentration de la propriété sur la performance ou sur la R&D, s'intéressent particulièrement à la concentration de la propriété des dirigeants et/ou des administrateurs pour vérifier si ce mécanisme

de gouvernance réussit à atténuer les conflits d'agence associés à l'alignement. Dans la même optique, la concentration de la propriété pourrait être influencée par les investissements en R&D puisque les dirigeants qui sont incités à accroître leur part du capital d'une société, peuvent choisir d'investir dans les activités créatrices de valeur telles que la R&D pour améliorer la performance et obtenir des actions en guise de récompense. Par conséquent, dans ces économies caractérisées par des structures à actionnariat diffus, la littérature indique que la concentration de la propriété est endogène à la performance qui, elle, est endogène aux activités de R&D (Cho, 1998).

Dans les économies où la concentration est forte, le contrôle est peu susceptible d'être retiré des actionnaires dominants par l'octroi d'actions prévu dans les régimes d'intéressement. Puisque la concentration du contrôle entre les mains des actionnaires dominants ne variera pas en fonction de la performance des sociétés, il n'y a pas de fondement théorique pour expliquer que la concentration de la propriété puisse être endogène à la performance. En répliquant la méthodologie de Cho (1998) dans un contexte économique à forte concentration de la propriété, Di Vito et Laurin (2010) analysent les interrelations entre la propriété, les investissements en R&D et la performance et constatent que la concentration de la propriété influence négativement la R&D et que la R&D influence positivement la performance des sociétés canadiennes. Les lecteurs des études empiriques devraient considérer la possibilité d'endogénéité des mesures de la propriété avec celles de l'investissement et/ou de la performance et interpréter avec précaution les résultats des études qui n'en tiennent pas compte.

La littérature semble conclure que l'effet de la concentration de la propriété sur les investissements en R&D puisse varier selon le type d'actionnaire dominant. Plusieurs études ont d'ailleurs trouvé que la concentration de la propriété détenue par des familles affecte les investissements en R&D (voir Tableau 5). Alors que la relation entre la concentration du contrôle familial et les investissements en R&D a attiré l'attention de plusieurs chercheurs, aucune étude ne s'est penchée sur les caractéristiques personnelles des actionnaires dominants des familles détentrices du contrôle, qui sont actifs dans les prises de décisions des sociétés. Dans une étude américaine, Barker et Mueller (2002) observent une relation significative entre l'intensité des investissements en R&D et certaines caractéristiques des dirigeants

telles que leur âge et leur niveau d'expérience en R&D et en marketing. Dans les économies caractérisées par des sociétés à forte concentration de la propriété, où les décisions stratégiques sont susceptibles d'être prises par les actionnaires dominants, les caractéristiques personnelles des actionnaires dominants telles que leur niveau d'éducation, leur âge, leur expertise dans l'industrie, pourraient influencer l'intensité ainsi que la performance des investissements en R&D. Ces caractéristiques devraient particulièrement être considérées lorsque le contrôle familial est dans les mains des héritiers puisque, contrairement aux fondateurs qui ont su démontrer leur qualité d'entrepreneurs, la qualification des héritiers dans la saine gestion des sociétés devrait être très hétérogène.

Une autre limite importante qu'on retrouve dans les études porte sur l'hypothèse implicite que l'intensité des investissements en R&D représente l'ampleur des innovations des sociétés. Investir en R&D ne garantit pas forcément l'innovation ou la création de valeur. Puisque qu'une proportion importante des projets de R&D n'aboutissent pas à l'innovation espérée, certaines études utilisent le nombre de brevets obtenus comme mesure de l'innovation issue du développement interne des produits (ou procédés) (Francis et Smith, 1995; Czarnitzki et Kraft, 2009 ; Di Vito et *al.*, 2010 ; etc.). En revanche, mesurer l'innovation par les brevets obtenus présente également des lacunes puisque plusieurs sociétés choisissent intentionnellement de ne pas breveter leurs nouveaux produits (ou procédés) afin d'éviter la divulgation de leurs innovations à la concurrence et de perdre leur avantage concurrentiel⁶. De plus, des statistiques indiquent que plus de 30 % des projets de R&D ne sont pas menés à terme et/ou sont voués à l'échec. Ainsi, une dimension de recherche future qui contribuerait à la littérature existante serait de développer des méthodes permettant de mesurer la réussite des projets d'investissement en R&D ainsi que la rentabilité de ces investissements et de vérifier si la concentration de la propriété influence ces nouvelles mesures.

⁶ Dans plusieurs pays, dont le Canada, le détail du processus appliqué pour l'innovation brevetée est rendu public avant même qu'un brevet soit officiellement obtenu.

Finalement, les préoccupations importantes discutées dans cette revue de littérature proviennent des problèmes d'agence qui émergent des structures à contrôle minoritaire (CMS). Bien que plusieurs études aient analysé l'impact des structures CMS sur la performance des sociétés, très peu ont examiné la relation entre les CMS et les investissements en R&D. Les résultats empiriques obtenus jusqu'à présent indiquent que la concentration du contrôle des actionnaires dominants des sociétés CMS est négativement liée aux activités de R&D. Ces conclusions empiriques suggèrent la possibilité d'expropriation de la richesse des actionnaires minoritaires par l'allocation sous optimale des ressources des CMS. Cependant, à notre connaissance, aucune étude empirique n'a examiné l'existence de pratiques de transfert de richesse (*tunneling*) dans les structures pyramidales en lien avec les investissements en R&D. Ainsi, des analyses plus approfondies portant sur le comportement des actionnaires dominants des sociétés de type CMS à l'égard des choix d'allocation des ressources dans des projets rentables tels que les investissements en R&D, à l'échelle internationale, constituerait une contribution intéressante à la littérature.

Conclusion

Cette revue de la littérature fait ressortir l'impact des structures de propriété sur les activités de R&D. L'impact des structures de propriété sur les investissements en innovation des sociétés semble différer selon le contexte économique et les conflits d'agence qui en émergent. Dans une économie caractérisée par des sociétés à actionnariat diffus, telle que les États-Unis, la concentration de la propriété semble constituer un mécanisme de gouvernance qui favorise l'alignement des intérêts entre les dirigeants et les actionnaires. Les conclusions générales des études empiriques analysant ces problématiques dans un cadre américain suggèrent une relation plutôt positive entre la concentration de la propriété et les investissements en R&D. Cependant, dans un contexte économique caractérisé par une forte concentration de la propriété, les conclusions semblent indiquer que ce sont plutôt les sociétés à actionnariat diffus qui investissent en R&D et performant bien en la matière.

Bien que les conclusions des études empiriques soient mitigées dans l'analyse de l'impact d'une forte concentration de la propriété sur la performance et les investissements en R&D des sociétés, celles des études traitant de l'impact des structures CMS le sont moins. Le phénomène d'enracinement des actionnaires dominants de sociétés CMS est clairement observé dans la littérature et s'amplifie à mesure que l'écart entre les droits de vote et les droits de propriété augmente. Les problèmes d'agence associés à l'enracinement des actionnaires dominants sont très présents au sein des sociétés CMS et peuvent nuire à leurs activités de R&D. Il convient alors d'analyser scientifiquement la question de l'impact des sociétés CMS sur les activités de R&D pour vérifier si ces structures de gouvernance pourraient avoir des répercussions importantes sur la croissance économique de ces sociétés. Certains chercheurs suggèrent, par ailleurs, que les grandes familles en tête des sociétés CMS, détenant le contrôle d'un grand nombre de sociétés, utilisent leur pouvoir politique pour freiner l'innovation des sociétés dans une économie et éviter la destruction potentielle de leur capital existant.

Les résultats empiriques indiquant l'inefficacité des structures CMS pour promouvoir les activités de R&D semblent inquiétants étant donné l'importance que prennent ces types de structures dans plusieurs économies à travers le monde. Bien que la littérature indique une relation négative entre les structures CMS et la création de valeur des sociétés, les investisseurs continuent à investir dans des titres de sociétés CMS. Si les conclusions empiriques indiquent que les sociétés dotées de structures CMS sont généralement moins innovantes et moins performantes que les sociétés conventionnelles, quelles sont les raisons qui poussent les actionnaires minoritaires à investir dans ces sociétés ? Si les sociétés CMS innove moins par voie de R&D, ont-elles d'autres stratégies d'investissement ? À l'heure actuelle, toutes ces questions demeurent sans réponse et méritent d'être explorées afin d'améliorer notre compréhension de l'impact des structures de propriété dans les choix d'investissement des sociétés.

Cette revue de littérature soulève des enjeux d'agence importants relativement à l'impact d'une forte concentration de la propriété sur les activités de R&D, pouvant ultimement se répercuter sur la croissance économique des nations. Par conséquent, cette revue vise à attirer l'attention des autorités responsables des marchés des capitaux qui

devront veiller à la réglementation rigoureuse dans les pratiques de gouvernance afin de minimiser les possibilités d'expropriation de certaines types de structures d'actionnariat (notamment les structures à contrôle minoritaire) et favoriser l'alignement des intérêts des actionnaires dominants avec ceux des minoritaires et des autres parties prenantes. Cette revue devrait également être d'intérêt pour les organismes de normalisation de l'information comptable qui pourront recommander une divulgation exhaustive des investissements en R&D afin d'accroître la transparence de l'allocation des ressources des sociétés et de réduire l'asymétrie informationnelle. Ces organismes de réglementation pourraient également recommander plus de rigueur dans les activités d'audit, compte tenu des enjeux d'agence qui émergent des différents types de structures d'actionnariat. Finalement, bien que la littérature étudiant la relation entre les structures de propriété et les investissements en R&D soit étoffée, elle n'est pas exempte de limites. Cette revue soulève les principales limites de la littérature existante et propose des dimensions de recherche importantes à explorer.

Bibliographie

- Abdullah, F., Guo W. et Mande V. (2002), « The Relation of Managerial Holdings with Tobin's Q and R&D Expenditures: Evidence from Japanese Firms », *Multinational Business Review*, vol. 10, n° 1, p. 66 - 71.
- Anderson R. et Reeb D.M. (2003), « Founding Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500 », *Journal of Finance*, vol. 58, p. 301 - 1329.
- Barker V.L.III et Mueller G.C. (2002), « CEO Characteristics and Firm R&D Spending », *Management Science*, vol. 48, n° 6, p. 782 - 801.
- Baysinger B.D., Kosnik, R.D. et Turk T.A. (1991), « Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy », *Academy of Management Journal*, vol. 34, n° 1, p. 205 – 214.
- Bebchuk L., Kraakman R. et Triantis G. (2000), « Stock Pyramids, Cross - Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-flow Rights », in R. Morck, éd., *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.

Berle A.A. et Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan Co.

Bozec Y. et Laurin C. (2004), « Concentration des droits de propriété, séparation entre participation au capital et contrôle des votes et performance opérationnelle des sociétés : une étude canadienne », *Finance, Contrôle, Stratégie*, vol. 7, n° 2, p. 123 - 164.

Bozec Y. et Laurin C. (2008), « Large Shareholder Entrenchment and Performance: Empirical Evidence from Canada », *Journal of Business, Finance and Accounting*, vol. 35, n° 1, p. 25 - 49.

Bushee B.J. (1998), « The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior », *Accounting Review*, vol. 73, n° 3, p. 305 - 333.

Bushee B.J. et Noe C.F. (2000), « Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility », *Journal of Accounting Research*, vol. 38, p. 171 - 202.

Byrd J., Parrino R. et Pritsch G. (1998), « Stockholder - Manager Conflicts and Firm Value », *Financial Analysts Journal*, vol. 54, n° 3, p. 14 - 30.

Cho M.H. (1998), « Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: an Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 47, n° 1, p. 103 - 121.

Claessens S., Djankov S., Fan J.P.H. et Lang L.H.P. (2002), « Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings », *Journal of Finance*, vol. 57, p. 2741 - 2771.

Cox W.M., (2001), « Schumpeter in His Own Words », *Economic Insights*, vol. 6, n° 3, p. 1 - 8.

Cronqvist H. et Nilsson M. (2003), « Agency Costs of Controlling Minority Shareholders », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 38, n° 4, p. 695 - 719.

Czarnitzki D. et Kraft K. (2009), « Capital Control, Debt Financing and Innovative Activity », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 71, p. 372 - 383

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, p. 1155 - 1177.

Di Vito J., Laurin C. et Bozec Y. (2010), « R&D Activity in Canada: Does Corporate Ownership Structure Matter? », *Canadian Journal of Administrative Sciences*, vol. 27, n° 2, p. 107 - 121.

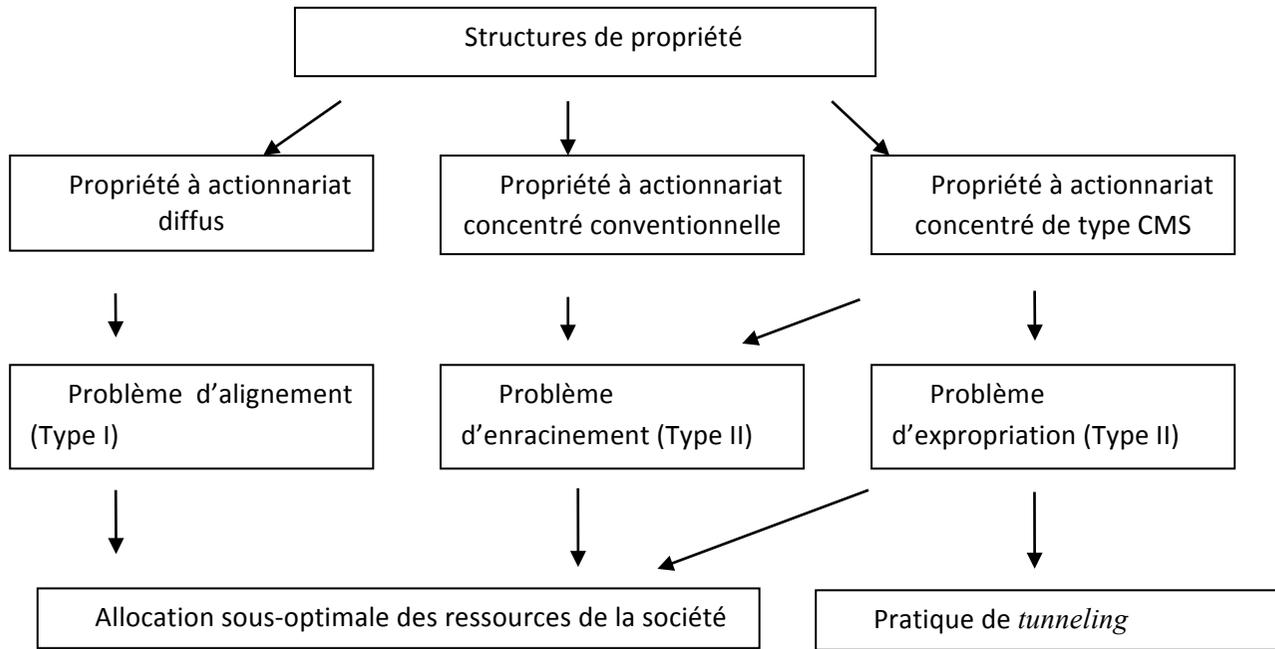
- Di Vito J. et Laurin C. (2010), « Corporate Ownership, R&D Investment and Performance of Canadian Firms », *Journal of Global Business Management*, vol. 6, n° 1, p. 47 - 58.
- Faccio M. et Lang L.H.P. (2002), « The Ultimate Ownership of Western European Corporations », *Journal of Financial Economics*, vol. 65, n° 3, p. 365 - 395.
- Francis J. et Smith A. (1995), « Agency Costs and Innovation: Some Empirical Evidence », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 19, n° 2 - 3, p. 383 - 409.
- Gompers P., Ishii J. et Metrick A. (2004), « Incentives vs. Control: An Analysis of U.S. Dual - Class Companies », Working paper (NBER), 10240, National Bureau of Economic Research.
- Gugler K., Mueller D.C. et Yurtuglu B.B. (2004), « Corporate Governance and the Returns on Investment », *Journal of Law and Economics*, vol. 47, n° 2, p. 589 - 633.
- Holmstrom B. (1989), « Agency Costs and Innovation », *Journal of Economic Behavior & Organization*, vol. 12, n° 3, p. 305 - 327.
- Howell J.W. (2009), « Essais on US Dual Class Share Structures », Thèse de doctorat, Université de Georgie.
- Jensen M.C. et Meckling W.H. (1976), « Agency Costs and the Theory of the Firm », *Journal of Accounting & Economics*, vol. 3, p. 305 - 360.
- Johnson L.D. et Pazderka B. (1993), « Firm Value and Investment in R&D », *Managerial and Decision Economics*, vol. 14, n° 1, p. 15 - 24.
- King M.R. et Santor, E. (2007), « Family Values: Ownership Structure, Performance and Capital Structure of Canadian Firms », Working Paper 07-40, Bank of Canada.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A. et Vishny R.W. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, n° 6, p. 1113 - 1155.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, p. 471 - 518.
- Lau R.S.M. (1998), « How Does Research and Development Intensity Affect Business Performance? », *South Dakota Business Review*, vol. 1, n° 1, p. 3 - 8.
- Lee P.M. et O'Neill H.M. (2003), « Ownership Structures and R&D Investments of U.S. and Japanese Firms: Agency and Stewardship

- Perspectives », *Academy of Management Journal*, vol. 46, n°2, p. 212 - 225.
- Lee P.M. (2005), « A Comparison of Ownership Structures and Innovations of US and Japanese Firms », *Managerial and Decision Economics*, vol. 26, p. 39 - 50.
- McConnell J.J. et Servaes H. (1990), « Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value », *Journal of Financial Economics*, vol. 27, p. 595 - 612.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R.W. (1988), « Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, n° 1 - 2, p. 293 - 315.
- Morck R., Stangeland D.A. et Yeung B. (2000), « Inherited Wealth, Corporate Control and Economic Growth: The Canadian Disease », in R.K. Morck, éd., *Concentrated Corporate Ownership*, University of Chicago Press.
- Morck R. et Yeung B. (2003), « Agency Problems in Large Family Business Groups », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 27, n° 4, p. 367 - 382.
- Morck R., Wolfenzon D. et Yeung B. (2005), « Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth », *Journal of Economic Literature*, vol. 43, p. 655 - 721.
- Munari F., Oriani R. et Sobrero M. (2006), « La relación entre las estructuras de propiedad y la inversión en I+D en las empresas Europeas », *Iniciativa Emprededora y Empresa Familiar*, vol. 50, p. 121 - 133.
- Schumpeter, J.A. (1939). *Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of Capitalist Process*, McGraw-Hill.
- Tribo J.A., Berrone P. et Surroca J. (2007) « Do the Type and Number of Blockholders Influence R&D Investments? New Evidence from Spain », *Corporate Governance: An International Review*, vol. 15, n° 5, p. 828 - 842.
- Villalonga B. et Amit R. (2006), « How Do Family Ownership, Control, and Management Affect Firm Value? », *Journal of Financial Economics*, vol. 80, p. 385 - 417.
- Wright P. et Kroll M. (2002), « Executive Discretion and Corporate Performance as Determinants of CEO Compensation, Contingent on External Monitoring Activities », *Journal of Management & Governance*, vol. 6, p. 189 - 214.

Yafeh Y. et Yosha O. (2003), « Large Shareholders and Banks: Who Monitors and How? », *Economic Journal*, vol. 13, p. 128 - 146.

Zahra, S.A. (1996), « Governance, Ownership, and Corporate Entrepreneurship: The Moderating Impact of Industry Technological Opportunities », *Academy of Management Journal*, vol. 39, p. 1713 - 1735.

Zhang G. (1998), « Ownership Concentration, Risk Aversion and the Effect of Financial Structure on Investment Decisions », *European Economic Review*, vol. 42, p.1751 - 1778.



Mesure de concentration	Mesures de R&D	Résultats	Auteurs
Concentration de la propriété détenue par les gestionnaires et/ou par des administrateurs	R&D / Employés	Relation positive entre les actions détenues par les gestionnaires et les dépenses en R&D	Barker et Mueller (2002)
		Relation positive entre les actions détenues par les administrateurs internes et les dépenses en R&D	Baysinger et <i>al.</i> (1991)
Concentration de la propriété.	R&D / Employés	Relation positive	Baysinger et <i>al.</i> (1991)
	R&D/Ventes	Relation positive entre la concentration de propriété et les investissements en R&D	Lee et O'Neill (2003)
	Brevets émis	De manière générale, relation positive entre la concentration de propriété et l'innovation;	Lee (2005)
Intervalles de concentration de la propriété (soit par méthode <i>piece-wise</i> ou par des variables quadratiques).	R&D/Actif	Relation non monotone entre la concentration de propriété des gestionnaires et les investissements en R&D	Cho (1998)
	R&D ajusté	Relation non linéaire et concave entre la concentration de droits au capital des gestionnaires et administrateurs et les investissements en R&D Relation non linéaire négative et convexe entre la concentration de droits de votes des gestionnaires et administrateurs et les investissements en R&D	Gompers, Ishii et Metrick (2004)
Variables dichotomiques de concentration et de dispersion de la propriété.	Brevets émis	Les sociétés à actionnariat concentré sont plus performantes en termes d'obtention de brevets que les sociétés à actionnariat dispersé.	Francis et Smith (1995)
	R&D/Brevets émis	Les sociétés à actionnariat concentré dépensent moins en R&D par brevet que les sociétés à actionnariat concentré.	

Mesure de concentration	Mesures de R&D	Résultats	Auteurs
Concentration de la propriété	R&D/ Ventes	Relation négative entre la concentration de la propriété et les investissements en R&D.	Yafeh et Yosha (2003)
		Aucune relation significative entre la concentration de la propriété détenue par des individus et les investissements en R&D	Tribo et al. (2007) Lee et O'Neill (2003)
	Q_m	Dans des pays avec un système légal de gouvernance faible, les sociétés à structures dispersées ont un meilleur rendement sur investissement que les autres sociétés du même pays. Il y a une relation non linéaire entre la concentration de propriété des membres internes des sociétés et les rendements sur investissements.	Gugler et al. (2004)
Intervalles de concentration de la propriété (soit par méthode <i>piece-wise</i> ou par des variables quadratiques)	R&D/Actif	Relation non monotone entre les pourcentages de détention de propriété par les gestionnaires et les dépenses en R&D	Abdullah et al. (2002)
		Relation négative non monotone entre la concentration des droits de vote et les investissements en R&D	Di Vito et al. (2010)
	Brevets obtenus	Relation négative non monotone entre la concentration des droits de vote et les résultats obtenus par les investissements en R&D	Di Vito et al. (2010)
Variables dichotomiques de concentration et de dispersion de la propriété	R&D /Ventes	Relation positive entre la dispersion de propriété et les investissements en R&D	Munari et al. (2006)
	Brevets déposés /employés	La dispersion de propriété favorise les activités d'innovation ; Plus les sociétés dispersées sont endettées, moins elles ont des activités d'innovation	Czarnitzki et Kraft (2009)
Variables mesurant la séparation entre les droits de vote et les droits de propriété	R&D/Actif Brevets émis	La séparation entre les droits de vote et de propriété des sociétés CMS favorise les investissements en R&D mais défavorise les résultats obtenus par ces investissements.	Di Vito et al. (2010)

¹ Q_m est similaire au Q de Tobin mais déterminé selon le ratio des rendements des investissements divisé par le coût du capital.