

UNIVERSITÉ TOULOUSE 1 - SCIENCES SOCIALES

THÈSE

*Pour le Doctorat en Sciences Économiques*

**Structure de propriété,  
stratégies de diversification et  
gouvernance des entreprises coréennes**

**JoonTae LEE**

Sous la direction d'**Alain ALCOUFFE** et de **Christine POCHET**

*Présentée et soutenue publiquement le 6 septembre 2005*

---

Membres du jury

M. Bruno AMANN, Professeur à l'Université de Pau et des Pays de l'Adour -rapporteur

M. Laurent BATSCH, Professeur à l'Université Paris 9 Dauphine

M. Roland PEREZ, Professeur à l'Université de Montpellier 1 - rapporteur

M. Daniel THIEL, Professeur à l'ENITIAA NANTES

M. Alain ALCOUFFE, Directeur de thèse, Professeur à l'Université Toulouse 1

Mme. Christine POCHET, Co-directrice de thèse, Professeur à l'Université de Tours



*L'Université n'entend ni approuver ni désapprouver les opinions particulières émises dans cette thèse ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.*



## **REMERCIEMENTS**

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de thèse, Monsieur le Professeur Alain Alcouffe, pour son encadrement, son soutien permanent et sa disponibilité tout au long de ces années de travail. Cette thèse n'aurait pas vu le jour sans son aide. Mes remerciements vont également à Madame le Professeur Christine Pochet, qui a accepté de co-diriger ma thèse, pour ses encouragements, ses précieux conseils académiques ainsi que la gentillesse avec laquelle elle a patiemment corrigé les travaux que je lui ai présentés.

Je remercie Messieurs les Professeurs Bruno Amann et Roland Pérez de l'honneur qu'ils m'ont fait de se pencher sur mes travaux en acceptant d'être les rapporteurs de cette thèse. De la même façon, je remercie Messieurs les Professeurs Laurent Batsch et Daniel Thiel d'avoir accepté d'être membres de ce jury.

Je remercie Madame le Professeur Christiane Alcouffe.

Je remercie tous mes amis et les gens qui m'ont aidé pendant mes études en France. En particulier, je remercie vivement Luc Rougé, ainsi que TaeGyun Kim.

Je tiens enfin à remercier ma famille, surtout mes parents et HyeKyong.



# Table des matières

Liste des tableaux	5
Liste des figures	7
Introduction générale	9
<b>1. Le rôle de la structure actionnariale dans la gouvernance d'entreprise</b>	<b>10</b>
<i>1.1. Gouvernance d'entreprise</i>	<i>10</i>
<i>1.2. Structure de propriété concentrée</i>	<i>13</i>
<b>2. Problématique et organisation de la thèse</b>	<b>16</b>
<i>2.1. Problématique générale et objectif de la recherche</i>	<i>16</i>
<i>2.2. Questions d'ordre méthodologique</i>	<i>18</i>
<i>2.3. Plan de la thèse</i>	<i>19</i>
<b>Bibliographie</b>	<b>23</b>
Chapitre 1 : Le modèle coréen : construction et évolution au cours de la période 1960-2000	27
<b>1. Grandeur et décadence des chaebols</b>	<b>28</b>
<i>1.1. Politique de développement économique et croissance des chaebols</i>	<i>28</i>
1.1.1. Notion de <i>chaebol</i>	28
1.1.2. Le rôle de l'Etat dans le développement économique de la Corée	29
1.1.3. Concentration du pouvoir économique des <i>chaebols</i>	33
<i>1.2. Structure de propriété et diversification des chaebols</i>	<i>36</i>
1.2.1. Structure de propriété des <i>chaebols</i>	37
1.2.2. Diversification des <i>chaebols</i>	41
<i>1.3. Problèmes et crise</i>	<i>44</i>
<b>2. Réformes des chaebols</b>	<b>46</b>
<i>2.1. Réformes mises en oeuvre</i>	<i>47</i>

2.1.1. Renforcement de la transparence à l'intérieur des groupes	47
2.1.2. Amélioration de la gouvernance d'entreprise	50
2.1.3. Restructuration des groupes	52
2.1.4. Réformes des marchés	53
<b>2.2. Evolution de l'actionnariat et transformation des grands chaebols</b>	<b>54</b>
2.2.1. Evolution de l'actionnariat	54
2.2.2. Transformation des grands <i>chaebols</i>	55
<b>Conclusion</b>	<b>58</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>59</b>
Chapitre 2 Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens	69
<b>1. Modélisation de la relation propriété-performance dans le cas coréen</b>	<b>71</b>
1.1. <i>Caractères de la structure de l'actionnariat des groupes coréens</i>	71
1.2. <i>Hypothèses</i>	75
<b>2. Méthodologie</b>	<b>79</b>
2.1. <i>Composition de l'échantillon</i>	79
2.2. <i>Définition et opérationnalisation des variables</i>	80
<b>3. Analyse empirique et résultats</b>	<b>83</b>
3.1. <i>Impact de la concentration actionnariale sur la performance</i>	83
3.2. <i>Effets de la structure de propriété par le biais de la diversification</i>	85
3.3. <i>Relation non linéaire entre la structure de propriété et la performance</i>	86
<b>Conclusion</b>	<b>90</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>92</b>

Chapitre 3 Déterminants des stratégies de diversification des groupes industriels coréens	97
<b>1. Déterminants et mesure de la diversification</b>	<b>100</b>
<i>1.1. Théories de la diversification</i>	<i>100</i>
1.1.1. Pouvoir de marché ( <i>Market Power View</i> , MPV)	100
1.1.2. Approche par les ressources ( <i>Resource-Based View</i> , RBV)	101
1.1.3. Approche des coûts de transaction ( <i>Transaction Cost View</i> , TCV)	103
1.1.4. Approche de l'agence ( <i>Agency View</i> , AV)	105
<i>1.2. Mesure de la diversification</i>	<i>108</i>
1.2.1. L'indice de Berry-Herfindahl	108
1.2.2. La classification de Rumelt	109
1.2.3. L'indice d'entropie	109
1.2.4. Problèmes de mesure de la diversification des <i>chaebols</i>	113
<i>1.3. Revue de la littérature sur la diversification des entreprises coréennes</i>	<i>115</i>
<i>1.4. Hypothèses</i>	<i>118</i>
<b>2. Actionnariat, ressources stratégiques et diversification des groupes coréens : une analyse empirique</b>	<b>121</b>
<i>2.1. Sources des données, variables et méthodologie</i>	<i>121</i>
2.1.1. Composition de l'échantillon	122
2.1.2. Définition et opérationnalisation des variables	124
<i>2.2. Résultats et implications</i>	<i>128</i>
<b>Conclusion</b>	<b>133</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>135</b>

## Chapitre 4 Evolution de la structure de propriété et rôle des actionnaires étrangers dans la structure de la gouvernance des entreprises coréennes 139

<b>1. La montée en puissance des fonds d'investissement sur les marchés financiers coréens</b>	<b>140</b>
<i>1.1. Modes de gestion des investisseurs institutionnels</i>	<i>141</i>
<i>1.2. Formes d'activisme actionnarial</i>	<i>143</i>
<i>1.3. Evolution de la structure de propriété des entreprises coréennes</i>	<i>144</i>
1.3.1. Nouveaux investisseurs étrangers	144
1.3.2. Evolution de l'actionnariat des <i>chaebols</i>	147
1.3.3. Rôle des actionnaires étrangers	148
<b>2. Actionnariat, composition du conseil d'administration et performance des firmes coréennes : une analyse empirique</b>	<b>154</b>
<i>2.1. Sources des données et définition des variables</i>	<i>154</i>
2.1.1. Composition de l'échantillon	154
2.1.2. Définition et opérationnalisation des variables	155
<i>2.2. Hypothèses</i>	<i>160</i>
<i>2.3. Résultats et implications</i>	<i>164</i>
2.3.1. Déterminants de la composition du conseil d'administration	165
2.3.2. Impact de la structure de propriété et de la composition du conseil d'administration sur la performance	167
<b>Conclusion</b>	<b>172</b>
<b>Bibliographie</b>	<b>174</b>
<b>Conclusion générale</b>	<b>177</b>

## Liste des tableaux

### Chapitre 1.

Tableau 1 . <i>Concentration générale des chaebols (en 1997)</i>	34
Tableau 2. <i>Evolution de la structure du marché des produits (%)</i>	35
Tableau 3. <i>Evolution de nombre de catégories monopolistiques et oligopolistiques</i>	36
Tableau 4. <i>Actionnariat des sociétés cotées (en %)</i>	37
Tableau 5. <i>Participations internes au capital des chaebols (en pourcentage)</i>	39
Tableau 6. <i>Caractéristiques des grands groupes coréens (en 1997)</i>	61
Tableau 7. <i>Evolution de nombre de filiales</i>	42
Tableau 8. <i>Ratios d'endettement des 30 premiers groupes</i>	62
Tableau 9. <i>Chaebols en faillite parmi les 30 premiers (en 1997)</i>	45
Tableau 10. <i>Participation minimale au capital pour pouvoir exercer certains droits</i>	50
Tableau 11. <i>Sélection des administrateurs externes</i>	51
Tableau 12. <i>Participations internes au capital des chaebols (en pourcentage)</i>	55
Tableau 13. <i>Origine des présidents de 30 premiers chaebols</i>	55
Tableau 14. <i>Poids du groupe Samsung dans l'économie coréenne (en %)</i>	56
Tableau 15. <i>Participations internes et nombre de filiales des 5 premiers groupes coréens</i>	57

### Chapitre 2.

Tableau 1. <i>Part de propriété intra-groupe des 30 plus grands chaebols</i>	72
Tableau 2. <i>Profil de l'actionnariat intra-groupe des 5 premiers chaebols (en 1997)</i>	72
Tableau 3. <i>Résultats synthétiques des régressions</i>	83
Tableau 4. <i>Résultats des régressions</i>	85
Tableau 5. <i>Résultats des régressions</i>	86
Tableau 6. <i>Résultats des régressions (variable dépendante : ROA) : méthode de régression par morceaux</i>	90
Tableau 7. <i>Statistiques descriptives et corrélations</i>	95

### **Chapitre 3.**

Tableau 1. <i>Exemple des mesures de diversification</i>	112
Tableau 2. <i>Synthèse des résultats des études précédentes sur la diversification</i>	116
Tableau 3. <i>Evolution des stratégies de diversification des chaebols selon la taille du groupe</i>	123
Tableau 4. <i>Evolution de la performance</i>	124
Tableau 5. <i>Comparaison de la diversification</i>	124
Tableau 6. <i>Résultats synthétiques des régressions</i>	128
Tableau 7. <i>Résultats des régressions</i>	132
Tableau 8. <i>Comparaison de l'influence de la structure de propriété sur la diversification dans trois études empiriques</i>	133
Tableau 9. <i>Statistiques descriptives et corrélations</i>	138

### **Chapitre 4.**

Tableau 1. <i>Taux de détention de la capitalisation par les investisseurs étrangers (fin, 2003)</i>	146
Tableau 2. <i>Exemple de la présence des investisseurs étrangers dans le capital des grandes entreprises coréennes (fin 2003, %)</i>	146
Tableau 3. <i>Part du capital détenue par les plus grands actionnaires</i>	147
Tableau 4. <i>Evolution de l'actionnariat intra-groupe (en %)</i>	148
Tableau 5. <i>Rachat de blocs par les investisseurs étrangers et variation des cours des actions</i>	149
Tableau 6. <i>Part des investisseurs étrangers et performance (fin 2003)</i>	149
Tableau 7. <i>Versements en faveur des actionnaires de Samsung Electronics (unité : milliard de won)</i>	153
Tableau 8. <i>Concentration du pouvoir économique</i>	155
Tableau 9. <i>Typologie des indicateurs de performance</i>	156
Tableau 10. <i>Corrélations entre les indicateurs de performance (Pearson correlation)</i>	156
Tableau 11. <i>Proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration</i>	158
Tableau 12. <i>Présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration</i>	158

Tableau 13. <i>Structure de gouvernance des entreprises de l'échantillon</i>	159
Tableau 14. <i>Résultats attendus et obtenus</i>	165
Tableau 15. <i>Résultats des régressions (composition du conseil d'administration)</i>	166
Tableau 16. <i>Comparaison de performance</i>	168
Tableau 17. <i>Résultats des régressions (performance)</i>	171
Tableau 18. <i>Résultats des régressions (PBR)</i>	172

## Liste des figures

### Chapitre 1.

Figure 1. <i>Structure des chaebols</i>	29
Figure 2. <i>Types de participations</i>	63
Figure 3. <i>Organisation du groupe Samsung (en 1997)</i>	64
Figure 4. <i>Processus de la crise coréenne</i>	65
Figure 5. <i>Structure du groupe LG (1997, % de capital)</i>	66
Figure 6. <i>Structure du groupe LG (mars 2003)</i>	67

### Chapitre 2.

Figure 1. <i>Structure actionnariale du groupe Samsung (% de capital, en 1997)</i>	74
--	----

### Chapitre 3.

Figure 1. <i>Exemple de composition des industries et des secteurs</i>	114
--	-----

### Chapitre 4.

Figure 1. <i>Pénétration des investisseurs étrangers</i>	145
Figure 2. <i>Structure de propriété des principales entreprises du groupe SK (fin 2003 en %)</i>	151



## Introduction générale

La crise financière de 1997 est un événement majeur dans l'histoire contemporaine de la Corée. Celle-ci subit alors des changements radicaux dans tous les domaines, l'économie, la société, la politique, etc. Alors qu'ils constituaient auparavant un empire imprenable, les *chaebols* ne sont plus à l'abri d'une faillite et doivent faire face à une vive concurrence.

Avant la crise, bien que certains économistes aient critiqué le système des *chaebols* et que le gouvernement ait aussi réglementé les *chaebols* pour empêcher la concentration du pouvoir dans les mains des familles fondatrices, les politiques économiques vis-à-vis des *chaebols* n'ont pas donné de résultats tangibles dans la mesure où les *chaebols* ont continué à dominer l'économie coréenne.

Le système des *chaebols* défini comme des groupes très diversifiés et contrôlés par la famille fondatrice, est répandu dans les pays en développement. Indéniablement, il a contribué à la réussite économique de la Corée. Les spécialistes de l'économie des pays en développement soutiennent que cette structure de groupe, caractérisé par la diversification des activités et l'internalisation des transactions, est une organisation optimale qui peut maximiser l'efficacité économique dans un contexte où le marché n'est pas développé (Ghemawat et Khanna, 1998 ; Guillén, 2000 ; Khanna, 2000 ; Khanna et Palepu, 1997, 2000). Pourtant, les défaillances de la gouvernance d'entreprise en matière de surveillance de la gestion des *chaebols* placés sous contrôle familial ont entraîné un certain nombre de problèmes. Les *chaebols* se sont engagés dans des investissements excessifs et une croissance externe financée par l'emprunt, espérant implicitement le partage des risques par le gouvernement, ce qui a diminué la rentabilité et a conduit ces groupes à la faillite.

La première section rappelle le rôle joué par la structure actionnariale dans la gouvernance d'entreprise. Elle se concentre en particulier sur l'analyse de la structure à contrôle minoritaire caractérisée par l'intensité des participations intra-groupe et la divergence entre propriété et contrôle. Dans la seconde section, nous précisons l'objectif de la recherche en relation avec les problèmes de la structure actionnariale des entreprises coréennes. Nous mettons également en place les méthodologies de recherche et présentons la structure de la thèse.

## **1. Le rôle de la structure actionnariale dans la gouvernance d'entreprise**

### ***1.1. Gouvernance d'entreprise***

Le thème de la gouvernance d'entreprise a surgi sur le devant de la scène au cours des années quatre-vingt en raison de multiples scandales survenus dans les pays développés. La crise asiatique récente a, pour sa part, suscité un certain nombre d'interrogations quant au rôle joué dans son déclenchement par les dysfonctionnements en matière de gouvernance d'entreprise. En fait, le début des débats sur la gouvernance d'entreprise remonte au travail de Berle et Means de 1932. Ces auteurs ont trouvé que lors du développement des sociétés anonymes cotées, la structure de propriété dans les grandes entreprises tend à se disperser. Dans cette structure, le pouvoir de décision des actionnaires (principal) diminue et est confié aux dirigeants (agent) qui ne détiennent pas d'actions. Cette situation de séparation de la propriété (actionnaire) et de la gestion (dirigeant) est à l'origine du problème d'agence.

Les dirigeants qui ont pour mission de gérer l'entreprise pour servir les intérêts de leurs mandants disposent de compétences spécifiques et d'une meilleure information sur l'entreprise et son environnement. Cette asymétrie d'information permet aux dirigeants d'orienter la gestion de l'entreprise en fonction de leurs propres intérêts, qui peuvent

être différents de ceux de leurs actionnaires (Boubel et Pansard, 2004).

Dans ces conditions, la gouvernance d'entreprise peut être définie comme un ensemble de mécanismes qui discipline les dirigeants. Cependant, sur la question des acteurs de la vie des entreprises concernés, la définition de la gouvernance d'entreprise n'est pas unanime. Selon la définition de Shleifer et Vishny (1997), *la gouvernance d'entreprise regroupe les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement*. Cette définition limite le champ de la gouvernance aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires (*shareholders*).

La définition de Charreaux (1997) est plus large. La gouvernance d'entreprise recouvre l'ensemble des mécanismes organisationnels qui ont pour effet de délimiter les pouvoirs et d'influencer les décisions des dirigeants, autrement dit, qui gouvernent leur conduite et définissent leur espace discrétionnaire. Elle élargit ainsi la sphère des acteurs concernés par les conflits d'intérêts : banquiers, salariés, clients ou pouvoirs publics (parties prenantes, *stakeholders*). A ces deux définitions différentes correspondent deux grands modèles de capitalisme. Tout en poursuivant le même objectif de prévenir le comportement opportuniste des dirigeants, la gouvernance d'entreprise revêt des formes différentes selon les pays.

La classification dichotomique des modèles de capitalisme revêt des dénominations variables selon les auteurs (Gedajlovic et Shapiro, 1998).

Modèle anglo-saxon ↔ modèle rhénan
Capitalisme « <i>shareholder</i> » ↔ capitalisme « <i>stakeholder</i> »
Contrôle externe ↔ contrôle interne
Modèle orienté-marché ↔ modèle orienté-réseaux
Système <i>outsider</i> ↔ système <i>insider</i>

- *Modèle de type shareholder (modèle anglo-saxon)*

Le mouvement en faveur de la gouvernance d'entreprise est parti des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne où les marchés financiers se développent rapidement et où le capital est relativement dispersé. Les dirigeants exercent un réel pouvoir de domination provenant de l'asymétrie d'information et de leur compétence spécifique. Le contrôle du comportement opportuniste des dirigeants s'exerce principalement de manière externe, à travers les marchés. Si les actionnaires ne sont pas satisfaits des résultats de l'entreprise, ils vendent leurs actions. Le cours de celles-ci diminue et le dirigeant de l'entreprise est alors à la merci de prises de contrôle hostiles, ce qui incite les dirigeants à gérer l'entreprise conformément aux intérêts des actionnaires (Boubel et Pansard, 2004). Les dirigeants sont sensibles à la réaction du marché à court terme et essaient d'augmenter la valeur de la firme grâce à l'innovation technologique et aux restructurations. Ce modèle comporte cependant un risque : celui d'attacher peu d'importance aux investissements à long terme comme ceux en R&D et ainsi de compromettre la pérennité de l'entreprise.

- *Modèle de type stakeholder (modèle rhénan)*

Dans le modèle rhénan, présent dans les pays d'Europe continentale et au Japon, la structure de propriété est concentrée par les institutions financières et par les participations croisées. L'objectif du dirigeant est de défendre les intérêts de l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise (les actionnaires mais aussi les salariés, les sous-traitants, les clients, les créanciers, l'environnement proche de l'entreprise, etc.), qui jouent un rôle important pour surveiller la gestion. Il s'agit du système « *insider* » ou fondé sur le contrôle interne par comparaison avec le système « *outsider* » ou fondé sur un contrôle externe, typique du modèle anglo-saxon. Ce modèle a l'avantage de favoriser la recherche des bénéfices par le biais des investissements à long terme, mais il comporte aussi des risques de surinvestissement et de suréquipement qui compromettent la flexibilité de gestion.

L'approche comparative de la gouvernance d'entreprise, à travers l'étude des systèmes nationaux de gouvernance, trouve son origine dans les difficultés économiques des entreprises américaines et britanniques et dans la montée en puissance de leurs concurrents japonais et allemands au cours des années 1970 (Batsch, 2002). Les milieux

financiers anglo-saxons s'interrogent alors sur leurs faiblesses relatives à la gouvernance d'entreprise. Après les années 1990, le rétablissement de l'économie américaine et la récession de l'économie japonaise permettent au modèle anglo-saxon de l'emporter sur le modèle rhénan. Dans le contexte de mondialisation des activités des entreprises et de déréglementation des marchés financiers, les entreprises anglo-saxonnes sont conscientes de la différence des systèmes de gouvernance d'entreprise, qui pourrait entraver le libre accès aux marchés. Elles essayent de minimiser les conflits dus à la différence des systèmes de gouvernance et poussent à leur harmonisation. Néanmoins il n'existe pas de structure de gouvernance d'entreprise idéale qui puisse servir de modèle à tous les pays et à toutes les entreprises (OCDE, 1998, 1999). La gouvernance d'entreprise doit s'adapter à l'environnement et notamment aux institutions nationales.

### ***1.2. Structure de propriété concentrée***

Dans l'analyse de la gouvernance d'entreprise, une variable joue un rôle fondamental : la structure de l'actionnariat. Dans le prolongement du travail de Berle et Means, la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) a été développée sous l'hypothèse d'une structure de propriété dispersée. Cependant, plusieurs études montrent que la dispersion de l'actionnariat, caractéristique de la structure du capital des entreprises anglo-saxonnes, n'est pas un phénomène universel. Même la propriété de certaines entreprises américaines est concentrée. La concentration actionnariale est dominante dans les entreprises des pays d'Europe continentale et d'Asie. Après l'arrivée des investisseurs institutionnels, les actionnaires ont tendance à regagner du pouvoir (promotion de la valeur actionnariale). Il existe aussi des grandes firmes qui ne séparent pas le contrôle de l'entreprise et la propriété (surtout dans les pays en développement). La thèse de la dispersion de la propriété semble négliger l'importance des participations entre les entreprises, très répandues dans le monde.

La Porta *et al.* (1999) analysent la structure de propriété des entreprises de 27 pays en retraçant les propriétaires ultimes quand le capital d'une entreprise est détenu par

d'autres entreprises. Cette étude distingue les différents types de structure actionnariale selon le critère des propriétaires ultimes. Les résultats obtenus montrent que les entreprises à propriété concentrée sont plus nombreuses que celles à propriété dispersée, phénomène plutôt exceptionnel et caractéristique des pays anglo-saxons. L'étude de Claessens et *al.* (2000) portant sur les entreprises des pays d'Asie confirme la thèse de La Porta et *al.* Dans tous les pays à l'exception du Japon, la plupart des entreprises sont caractérisées par un contrôle de type familial.

Berle et Means envisagent la séparation de la propriété et de la gestion dans laquelle le pouvoir de décision est confié aux dirigeants qui ne sont pas propriétaires. Pourtant dans la réalité, les prises de participation entre entreprises, observées dans le monde entier, contribuent à la concentration actionnariale et à l'existence de structures complexes de l'actionnariat. Les actionnaires dominants exercent leur pouvoir sur une entreprise en additionnant leur part de capital directement détenue et la part de capital détenue par le biais des autres entreprises qu'ils contrôlent.

Cette structure entraîne inévitablement une divergence entre la propriété et le contrôle, c'est-à-dire que les actionnaires dominants exercent des droits de contrôle excédant les droits aux flux de trésorerie. Les actionnaires dominants participent à la gestion des entreprises ou exercent le pouvoir sur la gestion. Cette structure de l'actionnariat est appelée « structure à contrôle minoritaire » (*Controlling-Minority Structure, CMS*) par opposition avec la structure actionnariale dispersée et la structure actionnariale concentrée (Bebchuk et *al.*, 1999).

Dans une telle structure, les actionnaires dominants contrôlent leur entreprise avec une faible part de propriété par le biais des participations croisées, de la structure pyramidale et des actions à droits de vote différenciés. Cette structure à contrôle minoritaire peut diminuer les coûts d'agence entre les actionnaires et les dirigeants, car les actionnaires dominants participent à la gestion de l'entreprise ou exercent directement leur influence sur les décisions des dirigeants.

Pourtant, s'il n'existe pas de mécanismes limitant le pouvoir discrétionnaire des actionnaires dominants, un autre type de coûts d'agence risque de surgir. Les actionnaires dominants sont en effet susceptibles de gérer l'entreprise en faveur de leurs propres intérêts, ce qui risque de contrarier ceux des actionnaires minoritaires. La structure à contrôle minoritaire transforme le problème d'agence entre les actionnaires

et les dirigeants en un problème d'agence entre les actionnaires dominants et les actionnaires minoritaires.

Selon Claessens (2004), La Porta et *al.* (1997, 1998), Morck (2003) et Roe (2000, 2001a, 2001b, 2001c), la structure actionnariale est déterminée en fonction des conditions externes entourant l'entreprise (les marchés, les conditions politiques et les réglementations). Quand ces conditions externes ne sont pas favorables aux actionnaires pour contrôler le dirigeant, les actionnaires ont recours à la concentration de la propriété car les bénéfices de la propriété concentrée (la diminution des coûts d'agence) sont plus importants que les coûts de concentration provoqués par la diminution de la diversification et de la liquidité du portefeuille des actionnaires. Par contre, quand les conditions externes sont favorables aux actionnaires, la latitude managériale est faible et les coûts de la concentration excèdent ses bénéfices. Les actionnaires choisiront alors la structure de l'actionnariat dispersé. Dans les pays caractérisés par des conditions externes favorables aux actionnaires comme les pays anglo-saxons, l'actionnariat est dispersé, et dans les autres pays où les actionnaires ont des conditions moins avantageuses, la structure de la propriété concentrée émerge pour diminuer les coûts d'agence.

En l'absence de possibilité d'intervention directe des pouvoirs publics sur la structure de propriété de l'entreprise, la politique de la gouvernance d'entreprise va s'orienter vers les mécanismes qui peuvent minimiser les problèmes de la séparation entre la propriété et le contrôle, c'est-à-dire diminuer les bénéfices privés du contrôle<sup>1</sup> venant de cette séparation : protection des actionnaires minoritaires, développement des marchés, renforcement des responsabilités des dirigeants.

---

<sup>1</sup> Les bénéfices privés du contrôle peuvent être définis comme l'ensemble des avantages, non proportionnels à la participation au capital, que les actionnaires dominants peuvent dégager (Hamon 2001 ; Le Maux 2003).

## 2. Problématique et organisation de la thèse

### 2.1. Problématique générale et objectif de la recherche

La structure de propriété des groupes coréens (*chaebol*) appartenant au type de structure à contrôle minoritaire constitue l'une des caractéristiques importantes des *chaebols* avec la diversification. La part du capital détenue par les actionnaires familiaux qui contrôlent effectivement les entreprises des *chaebols* n'est pas élevée. Les familles maintiennent leur pouvoir de contrôle à l'aide des prises de participation entre les entreprises affiliées. Dans cette structure de propriété, le contrôle est distinct de la propriété.

Comme nous l'avons vu ci-dessus, certains auteurs ont parfois avancé que cette structure actionnariale serait une forme adaptée à un environnement donné. Dans un contexte où le marché des capitaux n'est pas bien développé, les *chaebols* se sont procurés des fonds pour l'investissement par le biais des participations internes, ce qui a permis aux groupes de croître. La concentration du pouvoir et le management actionnarial (*ownership management*) ont pu favoriser l'esprit d'entreprise et permettre aux *chaebols* d'investir rapidement dans les industries nouvelles, ce qui a été jugé comme l'un des moteurs du développement économique de la Corée.

Le groupe sous contrôle familial peut réaliser des bénéfices par le biais de la diversification en tirant parti d'une diminution des coûts de transaction, de la présence d'économies d'échelle et d'envergure, d'une distribution efficace des ressources et d'une dispersion des risques. L'expansion rapide des *chaebols* a pu être aussi considérée comme un comportement raisonnable permettant aux actionnaires dominants de maximiser leurs intérêts privés en dépit des effets négatifs sur l'économie totale.

Cependant, il n'existe pas de mécanisme externe de gouvernance susceptible d'encadrer la gestion des *chaebols* par la famille. Du fait du décalage entre pouvoir de contrôle et responsabilité relative aux investissements, les actionnaires sont susceptibles de diriger le groupe en faveur de leurs propres intérêts si les bénéfices privés du contrôle excèdent les risques qu'ils prennent.

Après la crise, la réglementation relative à la structure de propriété a constitué l'une des réformes gouvernementales des *chaebols* les plus polémiques. Dans une économie capitaliste, l'intervention directe des pouvoirs publics sur les droits de propriété est contestée. De plus, la structure à contrôle minoritaire comporte à la fois des avantages et des inconvénients. Les participations entre les entreprises affiliées peuvent en effet permettre aux familles des *chaebols* d'investir plus facilement d'une part, et de diriger les groupes en fonction de leurs propres intérêts d'autre part.

Dans la structure à contrôle minoritaire, le comportement des actionnaires dominants peut être biaisé à cause de l'existence des bénéfices privés du contrôle. Les actionnaires exerçant le contrôle comparent les bénéfices, y compris les bénéfices privés du contrôle et les investissements (coûts) partagés proportionnellement au capital avec les actionnaires minoritaires. La différence entre les coûts supportés par les actionnaires dominants et les bénéfices qu'ils perçoivent, est élevée lorsque leur part du capital est faible.

Nous supposons donc que le comportement des familles des *chaebols* est lié aux investissements directs (la part du capital directement détenue par les familles). La probabilité que les actionnaires familiaux adoptent une stratégie favorable à leurs propres intérêts, est d'autant plus élevée que leur part du capital est plus faible.

Dans cette perspective, l'objectif de cette thèse est d'étudier la structure de propriété des entreprises coréennes. Plus précisément, nous analysons comment les familles à la tête des *chaebols* organisent la structure de l'actionnariat afin de contrôler toutes les entreprises du groupe avec un faible pourcentage de capital, et comment cette structure à contrôle minoritaire influe sur les choix stratégiques, notamment sur la diversification, la gouvernance d'entreprise et la performance.

## ***2.2. Questions d'ordre méthodologique***

Dans le chapitre 1, le contexte de l'émergence du modèle économique coréen et de son développement ultérieur est rappelé.

Par la suite, pour traiter notre question de recherche, nous adoptons une démarche hypothético-déductive. Sur la base de la littérature théorique et empirique et de la spécificité des entreprises coréennes, nous élaborons des hypothèses concernant les incidences de la structure de propriété sur l'organisation et la performance des entreprises coréennes, et vérifions ces incidences à l'aide d'une méthode économétrique.

Notre analyse distingue deux périodes d'analyse (avant et après la crise financière de 1997) et deux objets d'analyse (groupe et firme). Trois analyses empiriques sont effectuées. Nous détaillons ci-après la méthodologie de chacune de ces études.

A partir d'un échantillon de 29 groupes coréens et pour la période de 1990 à 1996, le chapitre 2 estime trois modèles en forme de panel. Le premier modèle analyse la relation linéaire entre actionnariat et performance. Dans le deuxième, nous incluons le terme de l'interaction entre concentration actionnariale et diversification pour vérifier si la concentration actionnariale dans la structure à contrôle minoritaire influe sur la performance à travers la diversification. Utilisant une méthode de régression par morceaux (*piecewise linear regression*) (Morck et al., 1988), le troisième modèle examine la relation non linéaire entre structure actionnariale et performance. En ce qui concerne l'indicateur de performance, nous n'utilisons que les indicateurs comptables car le groupe comprend des entreprises affiliées cotées et non cotées.

Comme dans le chapitre 2, utilisant les bases de données individuelles-temporelles de 28 groupes entre 1990 et 1996, nous analysons les déterminants des stratégies de diversification des groupes coréens dans le chapitre 3. Nous supposons que les choix stratégiques en matière de diversification dépendent des investissements directs de l'actionnaire dominant et des caractéristiques des ressources possédées (flexibilité des ressources : ressources redéployables et ressources non redéployables). Nous considérons la diversification reliée et la diversification non-reliée mesurées par l'indice d'entropie en tant qu'indicateurs des choix stratégiques en matière de diversification.

Dans ces deux premières études, les données relatives à la structure de propriété proviennent des informations que la Commission de la concurrence (*Korea Fair Trade Commission*) publie chaque année. En ce qui concerne les informations comptables, nous utilisons des données fournies par *Korea Information Service*, qui détient les informations financières de toutes les firmes coréennes depuis le début des années 1980.

Le chapitre 4 porte sur la période consécutive à la crise financière et analyse l'impact de la montée en puissance des investisseurs étrangers sur la gouvernance d'entreprise et la performance des entreprises coréennes, à partir d'un échantillon de 232 firmes coréennes cotées en 2002. Nous utilisons les bases de données développées par *Korea Stock Exchange*, *Korea Listed Companies Association* et *Korea Information Service*. Les analyses de ce chapitre se divisent en deux. La première concerne les déterminants de la composition du conseil d'administration, et, après la comparaison de performance des entreprises distinguées par la concentration de propriété, la deuxième étudie l'influence de l'actionnariat et de la composition du conseil d'administration sur la performance. Nous incluons les variables de l'interaction entre la concentration actionnariale et la composition du conseil d'administration pour vérifier si l'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance boursière dépend de la structure actionnariale.

### ***2.3. Plan de la thèse***

Cette thèse se compose de quatre chapitres.

Le chapitre 1 analyse la construction du modèle coréen et sa transformation au cours de la crise financière en mettant l'accent sur la structure de propriété des *chaebols*. Les *chaebols* contrôlés par les familles détenant un faible pourcentage du capital se sont diversifiés par le biais des participations au capital et des garanties de dettes entre les entreprises affiliées. Cette structure actionnariale et financière a entraîné un véritable problème. L'expansion par la dette a dégradé la performance des *chaebols*, ce qui a affaibli les institutions financières. La crise coréenne a été déclenchée par le désengagement brutal des capitaux étrangers des marchés coréens, dans lesquels les entreprises et les institutions financières coréennes ont perdu confiance.

Plusieurs mesures ont été introduites pour restructurer les *chaebols* et pour améliorer leur gouvernance d'entreprise. En matière de structure de propriété, la part des capitaux étrangers à la Bourse coréenne a fortement augmenté du fait de l'ouverture des marchés financiers et cette montée en puissance des investisseurs étrangers est susceptible d'améliorer la gouvernance des entreprises coréennes. Les familles fondatrices des *chaebols* contrôlent cependant encore les entreprises affiliées par le biais de participations circulaires, et la divergence entre la propriété et le contrôle demeure importante.

Le chapitre 2 étudie l'impact de l'actionnariat sur la performance. Nous montrons théoriquement que la probabilité que les actionnaires dominants adoptent une stratégie de diversification excessive, est d'autant plus élevée que leur part du capital est plus faible dans la structure à contrôle minoritaire, ce qui influe négativement sur la performance.

Dans l'analyse empirique, la modélisation linéaire ne permet pas de mettre en évidence de relation significative entre la structure de propriété et la performance. L'actionnariat familial n'influe pas non plus sur la performance comptable à travers la diversification. Ces résultats peuvent être interprétés comme une validation de la thèse de la neutralité conformément aux analyses de Charreaux (1997) et de Demsetz et Lehn (1985).

En revanche, avec une analyse non linéaire, les résultats obtenus font apparaître une relation positive dans la zone intermédiaire et une relation négative dans les zones des deux extrémités, contrairement aux résultats des études menées sur les firmes américaines (Morck et *al.*, 1988). L'effet négatif d'enracinement dû à la concentration actionnariale l'emporte sur celui de convergence des intérêts dans la première et la troisième zones.

L'effet d'enracinement se produit à des niveaux d'actionnariat familial plus faibles que dans l'étude de Morck et *al.* Dans la structure à contrôle minoritaire, l'actionnaire familial est susceptible d'exercer son influence à un faible niveau de concentration de la propriété car il est à l'abri de toute menace extérieure, et il est finalement susceptible d'adopter un comportement contraire à la maximisation de la valeur.

Le deuxième seuil critique, le pourcentage minimal de capital (22%) à partir duquel l'actionnaire dominant familial est à l'abri d'une menace de prise de contrôle hostile,

serait plus faible que celui de Morck et *al.* (25%) et que celui de Charreaux (50%) à cause de la structure de propriété coréenne caractérisée par la structure à contrôle minoritaire.

Le chapitre 3 étudie les déterminants des stratégies de diversification des groupes industriels coréens dans le cadre des théories de l'agence et des ressources stratégiques. La structure de l'actionnariat familial possède une relation en forme de U inversé avec la diversification (la diversification totale et la diversification non reliée). Pour un faible pourcentage de capital détenu par la famille, une élévation de la concentration du capital renforce le pouvoir familial, mais elle n'alourdit pas le risque lié à la diversification par rapport aux bénéfices attendus de celle-ci, y compris les bénéfices privés de contrôle. Il est probable que la famille décide alors de diversifier les activités du groupe au-delà du niveau optimal en vue de servir ses intérêts. Le problème de l'aléa moral émerge car la famille engage les stratégies de diversification en fonction de ses intérêts.

Au-delà d'un certain niveau de concentration actionnariale dans les mains de la famille, la situation est inversée. Si les investissements familiaux dans le groupe augmentent, la famille maintient son contrôle, mais elle doit considérer le risque lié à une diversification excessive, surtout dans les secteurs non liés à l'activité principale. Elle sera plus prudente en matière de diversification. Dans ce cas, le conflit d'agence entre actionnaires familiaux et actionnaires externes diminue. Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse de l'appropriation. Dans le cas coréen où les actionnaires minoritaires ne sont pas bien protégés et où existe une divergence importante entre la propriété et le contrôle, l'actionnaire familial pourrait utiliser la diversification pour servir ses intérêts.

La diversification peut être expliquée par l'utilisation efficace des ressources stratégiques abondantes, mais il est difficile d'analyser les stratégies de diversification à partir des variables représentatives de la flexibilité des ressources que Chatterjee et Wernerfelt (1991) ont utilisées.

Le chapitre 4 analyse l'évolution de la structure de propriété des entreprises coréennes après la crise financière et l'impact de cette évolution sur la gouvernance d'entreprise et la performance de l'entreprise. Après l'ouverture des marchés financiers, la présence des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises coréennes n'a cessé d'augmenter. Dans certaines entreprises, les étrangers sont même majoritaires.

Face à la montée en puissance des investisseurs étrangers, les *chaebols* renforcent leur contrôle à l'aide des participations entre les entreprises affiliées.

La part du capital détenue par la famille influe sur la composition du conseil d'administration. La valeur de marché de l'entreprise est liée positivement à la part du capital aux mains des investisseurs institutionnels étrangers et négativement au pourcentage du capital détenu par la famille de contrôle. Si la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers est élevée, ils peuvent demander à l'équipe dirigeante d'améliorer la gouvernance d'entreprise et de privilégier la valeur actionnariale, ce qui permet aux actionnaires de protéger leur investissement en évitant le comportement opportuniste de l'actionnaire dominant. Ceci permet d'expliquer pourquoi les capitaux des investisseurs institutionnels étrangers influent positivement sur la performance boursière des entreprises coréennes.

La probabilité élevée d'expropriation des actionnaires minoritaires par l'actionnaire familial est susceptible d'influer sur le lien négatif entre la part de capital détenue par la famille des *chaebols* et la performance boursière des entreprises. Ces résultats montrent donc que la structure de propriété caractérisée par la concentration du capital familial serait une des raisons de la sous-évaluation des entreprises coréennes.

L'impact de la composition du conseil d'administration, en tant que variable représentative de la gouvernance d'entreprise, sur la performance est différent selon le niveau de concentration actionnariale. Dans les entreprises dont la part du capital détenue par les actionnaires externes est élevée, la composition du conseil d'administration (la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et la participation de l'actionnaire dominant au conseil d'administration) influe positivement sur la performance boursière. Ces résultats montrent que sans prise en considération de la structure de l'actionnariat, une simple amélioration de la structure de la gouvernance d'entreprise ne permet pas d'obtenir les effets attendus.

## Bibliographie

- Amsden A. (1997), « South Korea : Enterprising Groups and Entrepreneurial Government », in : Chandler A. et al.(ed.), *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge University Press, p.336-367
- Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, Repères, Editions La Découverte
- Bebchuk L.A., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights », *Harvard Law School Olin Discussion Paper*
- Bebchuk L.A. et Roe M. (1999), « A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance », *Stanford Law Review*, Vol 52, November, p.127-170
- Boubel A. et Pansard F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Repères, Editions La Découverte
- Charreaux G. (Eds.) (1997), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Economica
- Chatterjee S. et Wernerfelt B. (1991), « The Link Between Resources and Type of Diversification : Theory and Evidence », *Strategic Management Journal*, Vol 12, p.33-48
- Claessens S., Djankov S. et Lang L. (2000), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, 58, p.81-112
- Claessens S. (2004), « Corporate Governance: Review of The Literature and Outstanding Issues », Euro-Mediterranean Partnership, Brussels, June
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, Vol 93(6), p.1155-1177
- Gedajlovic E. et D. Shapiro D. (1998), « Management and Ownership Effects : Evidence from Five Countries », *Strategic Management Journal*, Vol 19, p.533-553
- Ghemawat P. et Khanna T. (1998), « The Nature of Diversified Business Groups : A Research Design and Two Case Studies », *Journal of Industrial Economics*, Vol 46(1), March, p.35-61

- Guillén M. F. (2000), « Business Groups in Emerging Economies : A Resource-Based View », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.362-380
- Hamon J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », *Cahiers du CEREQ*, 2001-02
- Khanna T. (2000), « Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets : Existing Evidence and Unanswered Questions », *European Economic Review*, Vol 44, p.748-761
- Khanna T. et Palepu K. (1997), « Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets », *Harvard Business Review*, Vol 75(4), July-August, p.41-51
- Khanna T. et Palepu K. (2000), « The Future of Business Groups in Emerging Markets : Long-run Evidence from Chile », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.268-285
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R. (1997), « Legal Determinants of External Finance », *Journal of Finance*, Vol 52(3), July, p.1131-1150
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F., Shleifer A., et Vishny R. (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, Vol 106(6), December, p.1113-1155
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, Vol 54(2), April, p.471-517
- Le Joly K. et Moingeon B. (2001), *Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques*, ellipses
- Le Maux J. (2003), « Les bénéfices privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6(1), mars, p.63-92
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, p.293-315
- Morck R. (2003), « Corporate Governance and Family Control », Global Corporate Governance Forum, Discussion Paper, N°1
- OCDE (1998), *Le gouvernement d'entreprise*, avril
- OCDE (1999), *Principes de gouvernement d'entreprise de l'OCDE*
- Pérez R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, Repères, Editions La Découverte
- Plihon D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, Repères, Editions La Découverte
- Roe M.J. (2000), « Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control », *Stanford Law Review*, Vol 53(3), December, p.539-606

Roe M.J. (2001a), « Les conditions politiques au développement de la firme managériale », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 4(1), mars, Economica, p.123-182

Roe M.J. (2001b), « Rents and Their Corporate Law Consequences », *Stanford Law Review*, Vol 53(6), July, p.1463-1494

Roe M.J. (2001c), « The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization », *University of Pennsylvania Law Review*, Vol 149(6), June, p.2063-2081

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, Vol 52(2), p.737-783



# Chapitre 1 :

## Le modèle coréen : construction et évolution au cours de la période 1960-2000

Le développement économique de la Corée au cours des 40 dernières années a été cité par les organisations internationales comme un modèle exemplaire de développement économique (Nam et *al.*, 1999 ; Pluchart, 1999). Le miracle économique coréen apparaît avec une croissance à deux chiffres. La Corée devient un des 4 dragons<sup>1</sup> et fait partie des Nouveaux Pays Industrialisés. Le pays entre à l'OCDE en 1996. Le niveau du PIB par habitant passe de 80 dollars à 10543 dollars entre 1960 et 1996.

Cette réussite extraordinaire ne peut pas être comprise sans une explication du rôle des *chaebols* dominant l'économie coréenne. Les *chaebols* tirant parti des politiques gouvernementales en faveur de la promotion des exportations et des industries lourde et chimique, ont été un moteur de la croissance économique coréenne.

L'économie coréenne est cependant confrontée à des problèmes structurels à l'intérieur. La déficience de la gouvernance d'entreprise, la diversification et les dettes contractées pour financer l'expansion ont mis en cause la performance des *chaebols*. Les frais financiers élevés ont amputé leurs bénéfices. A la veille de la crise, certains *chaebols* sont tombés en faillite, ce qui a affaibli le système bancaire. Les investisseurs étrangers ont alors vendu les actions des entreprises coréennes et les institutions financières étrangères ont demandé le remboursement des prêts à court terme (Joh,

---

<sup>1</sup> Corée, Hong Kong, Singapour et Taiwan

2001).

Après la crise financière de 1997 qui a durement frappé la Corée, les *chaebols* ont été désignés comme les responsables de cette crise et ont fait l'objet de réformes. Tout en restructurant le secteur financier, le gouvernement a lancé des politiques pour réformer les *chaebols*. Toutefois, les modalités de réforme n'ont pas fait l'objet d'un consensus unanime et la volonté de réforme s'est heurtée à la résistance des *chaebols*.

L'objectif de cette étude est d'analyser la construction du modèle coréen et son évolution en centrant le propos sur la structure de propriété des *chaebols*. Elle est composée de deux parties. La première partie décrit la croissance des *chaebols* sous la conduite de l'Etat et ses problèmes. La deuxième partie examine les processus de restructuration et les politiques gouvernementales visant à réformer les *chaebols*.

## **1. Grandeur et décadence des *chaebols***

Dans cette partie, nous examinons d'abord les relations entre les *chaebols* et l'Etat au cours du processus de développement économique de la Corée, puis nous analysons la structure de propriété, l'expansion des activités des *chaebols* et les causes de la crise financière de 1997.

### ***1.1. Politique de développement économique et croissance des chaebols***

#### ***1.1.1. Notion de chaebol***

Aujourd'hui, le terme *chaebol* est connu partout dans le monde. Nous appelons *chaebol* une forme spécifique de groupe d'entreprises qui est née et s'est développée en Corée. Il faut noter que la notion de *chaebol* n'existe pas légalement en Corée. Elle n'est jamais mentionnée dans le Code des Sociétés qui bannit explicitement toute forme de *holding* jusqu'en avril 1999.

Pourtant, le *chaebol* possède une substance réelle et nous devons donc utiliser ce mot avec une définition précise. Les *chaebols* sont des groupes constitués de multiples entreprises industrielles et commerciales dont la propriété est concentrée dans les mains de la famille fondatrice du groupe et dont les activités sont très diversifiées. Les entreprises affiliées, juridiquement indépendantes, sont placées sous le contrôle commun des bureaux de planification et de coordination au double plan stratégique et financier (OCDE, 1999).

Le *chaebol* est différent à la fois du *Keiretsu*, forme de groupe caractéristique du Japon contemporain, et du conglomérat occidental. En effet, ces deux derniers sont des groupes diversifiés sans nécessaire domination d'un actionnaire familial. Par ailleurs, la diversification des *chaebols* est différente de celle d'autres types d'organisation. Les *chaebols* opèrent sur un large éventail de marchés. Leurs activités se développent souvent dans des domaines qui n'ont aucun lien avec l'activité d'origine.

Figure 1. Structure des chaebols

Concentration de propriété

élevée

PME	Chaebol
	Keiretsu Conglomérat

faible

élevée Diversification

Source : Kang (1999)

### 1.1.2. Le rôle de l'Etat dans le développement économique de la Corée

L'Etat a joué un rôle primordial dans le développement économique de la Corée. Quatre périodes peuvent être distinguées dans le développement économique depuis 40 ans si l'on se fonde sur l'évolution de la politique de développement économique<sup>2</sup> : de 1961 à 1972, promotion des exportations ; de 1973 à 1981, promotion des industries lourde et chimique ; de 1982 à 1987, adaptation industrielle ; et depuis 1988,

<sup>2</sup> Cette distinction chronologique est un peu différente selon les auteurs (Kim et Hong, 2000 ; OCDE, 1994, 1996).

libéralisation (Kim et Hong, 2000).

- *Promotion des exportations (1961-1972)*

Après le coup d'Etat de 1961, le gouvernement militaire a opté pour une politique de développement économique conduite par l'Etat. Le gouvernement, nationalisant toutes les banques commerciales, a pu allouer des ressources monétaires directement aux entreprises manufacturières. Son monopole sur les institutions financières, lui a fourni d'importants moyens de pression sur le secteur privé.

L'*Economic Planning Board* (EPB) créé dans le but de planifier et de gérer la construction de l'économie nationale, a élaboré les plans quinquennaux jusqu'en 1994. Une politique de promotion massive des exportations a été lancée. Dans un contexte de demande intérieure insuffisante, le gouvernement a incité les entreprises à exporter leurs produits en accordant un financement préférentiel à celles travaillant pour l'exportation. Pour le financement, le gouvernement a emprunté à l'étranger et a garanti les emprunts effectués directement à l'étranger par les entreprises. Il a également adopté des mesures pour promouvoir l'épargne intérieure. A ce moment là, le gouvernement a joué le rôle d'une institution économique qui se substituait aux lois du marché.

Pendant ces 10 années, l'économie coréenne s'est rapidement développée grâce à la mobilisation maximale des ressources par le gouvernement, à la demande exceptionnelle du Vietnam et à la politique de promotion des exportations. Le revers de cette croissance économique rapide a été l'apparition d'entreprises en difficulté à cause d'une croissance excessive financée par l'emprunt. Le gouvernement a demandé à d'autres entreprises de racheter celles en difficulté en échange de l'octroi de divers avantages. Avec l'application des politiques de développement et de restructuration industrielle, certains groupes qui ont obtenu des faveurs sous forme de financements à des conditions très avantageuses, de privilèges fiscaux ou de monopoles les mettant à l'abri de la concurrence intérieure ou internationale ont considérablement crû. Au cours de ce processus, la constitution de liens étroits entre les *chaebols* et le gouvernement était inévitable.

- *Promotion de l'industrie lourde et de l'industrie chimique (1973-1981)*

Au cours des années soixante-dix, le gouvernement a décidé de mettre l'accent sur les industries lourde et chimique en raison de la nécessité d'abandonner progressivement les industries à forte intensité de main-d'oeuvre dans la mesure où les pays avancés leur opposaient des barrières commerciales et de devenir plus autonome en matière de défense nationale. Pour développer rapidement six industries - la sidérurgie, la pétrochimie, les métaux, la construction navale, l'électronique et la construction mécanique -, le gouvernement a accordé beaucoup d'avantages aux entreprises qui s'engageaient dans ces secteurs. Outre le fait qu'elles avaient accès à des prêts à des conditions préférentielles et obtenaient plus facilement des licences d'importation, les entreprises sélectionnées pouvaient aussi bénéficier d'un régime fiscal plus favorable que celui qui s'appliquait aux industries légères. Pour éviter les investissements excessifs et pour profiter des économies d'échelle, les entreprises sélectionnées se sont vues autoriser le monopole de la production.

Le gouvernement avait besoin de plus d'exportations pour la croissance durable et le succès de l'industrie lourde et chimique. En janvier 1975, le gouvernement a encouragé par toutes sortes d'avantages la création de « *general trading companies* » à l'image des maisons de commerce japonaises « *sogo shosha* » pour augmenter les exportations. Les *chaebols* sont entrés en compétition pour obtenir une autorisation du gouvernement. Grâce à l'exécution des politiques de promotion des exportations et des industries lourde et chimique, les *chaebols* sélectionnés se sont rapidement développés. Par exemple, le groupe *Daewoo* qui avait commencé en tant que petite entreprise de commerce 10 ans auparavant est devenu un des 4 plus grands *chaebols*<sup>3</sup>. Tirant parti du changement de l'environnement externe, de la politique industrielle gouvernementale et de la conjoncture économique mondiale, le groupe *Daewoo* a crû surtout par voie de fusion-acquisition. Jusqu'à la fin de la décennie 1970, le développement économique coréen a aussi profité de la conjoncture favorable de l'économie mondiale, les Trente glorieuses. La Corée a finalement bénéficié d'une croissance à deux chiffres pendant la seconde moitié des Trente glorieuses (Pluchart, 2000).

---

<sup>3</sup> Hyundai, Samsung, Daewoo et LG. A la différence des autres *chaebols*, Daewoo a été créée en 1967.

- *Diminution du rôle de l'Etat dans la politique industrielle (1982-1987)*

Le second choc pétrolier de 1979 et la récession mondiale qui a suivi ont sérieusement compromis l'effort d'industrialisation et la croissance des exportations. Face à la hausse considérable des prix du pétrole sur le marché intérieur et à l'aggravation des problèmes de la balance des paiements, le gouvernement a dû adopter une politique d'austérité budgétaire (Kim et Hong, 2000).

Au cours de la décennie 1980, l'Etat s'est retiré peu à peu de l'économie. Aux prises avec des difficultés financières et budgétaires, le gouvernement a renoncé à diverses mesures interventionnistes. Le gouvernement a aussi mené une politique de libéralisation financière. Les banques commerciales publiques ont été privatisées en 1981 et 1982.

Contraint politiquement par la question de sa légitimité après un nouveau coup d'Etat, le gouvernement, prenant conscience des critiques de l'opinion publique contre les *chaebols*, a commencé à réglementer ces derniers. Il a supprimé les avantages accordés aux *chaebols* et a pris des mesures pour accroître la concurrence. A partir de ce moment là, l'expansion des *chaebols* a commencé à s'atténuer.

La participation excessive aux industries lourde et chimique ayant fragilisé les entreprises, le gouvernement a remodelé la structure industrielle. De 1979 à 1984, le gouvernement a incité les entreprises industrielles à fusionner avec leurs concurrents, à diminuer le potentiel de production prévu et à se spécialiser dans certains secteurs. L'Etat a fait espérer un renflouement au secteur privé s'il procédait à des ajustements, poussant les *chaebols* de façon non officielle à se restructurer rapidement (Kim et Hong, 2000). Egalement, le gouvernement a encouragé certaines entreprises à en racheter d'autres en difficulté en leur offrant des avantages. Par le biais de ce processus de restructuration, les entreprises qui ont obtenu des aides, avaient la possibilité de rebondir.

Profitant du phénomène des « Trois bas »<sup>4</sup> entre 1987 et 1989, l'économie coréenne a connu un regain de croissance. A cette époque, les *chaebols* ont étendu leurs activités aux industries de pointe et ont augmenté leurs investissements en R&D parce qu'ils ont jugé qu'il était nécessaire de focaliser la structure industrielle sur les industries de

---

<sup>4</sup> Faiblesse du dollar contre yen, du prix des matières premières et des taux d'intérêt

pointe pour faire face à la concurrence avec les entreprises des pays avancés. Ainsi, avec la libéralisation des marchés financiers et la suppression des aides financières, ils ont fait appel au secteur financier pour financer les investissements dans les industries de pointe. Les *chaebols* se sont implantés à l'étranger afin d'éviter les barrières à l'importation des pays avancés, de pénétrer sur le marché mondial et d'assurer l'approvisionnement en matières premières.

A la faveur des politiques menées pendant 30 ans, la Corée, qui était l'un des pays les plus pauvres du monde, est devenue une nation industrialisée dont l'économie tient une place importante sur la scène commerciale internationale (OCDE, 1996).

- *Déréglementation et ouverture de l'économie nationale (1988- )*

L'entrée de la Corée dans le groupe des pays à revenu intermédiaire a rendu difficile le maintien de l'ancien système interventionniste. Le nouveau gouvernement était convaincu que la complexité croissante de l'économie et la démocratisation politique rendaient l'intervention de l'Etat dans l'économie moins efficace et plus coûteuse (OCDE, 1994) et que seule une véritable économie de marché pouvait permettre de construire une économie compétitive au niveau mondial. Le gouvernement a déréglementé les marchés financiers et a ouvert le marché intérieur dans les domaines agricole, financier et des services.

Dans les années 1990, l'implantation des entreprises coréennes à l'étranger était florissante. Elles ont pris conscience que cette implantation pouvait devenir une nouvelle chance à saisir. Elles ont racheté des entreprises étrangères en difficulté et ont construit la base de la production à l'étranger en empruntant.

Les *chaebols* émergents de dimension moyenne se sont rapidement diversifiés. Leur expansion s'est appuyée sur les financements externes par les garanties de dettes et par les participations au capital entre les entreprises affiliées. Par conséquent, la structure financière des *chaebols* s'est dégradée.

### 1.1.3. Concentration du pouvoir économique des *chaebols*

L'objet de cette sous-section est de décrire la situation coréenne en matière de concentration du pouvoir économique et d'analyser ses problèmes. La concentration

économique peut être abordée de deux points de vue : concentration générale et concentration du marché.

La concentration générale désigne la concentration économique dans l'ensemble de la sphère industrielle et la concentration de marché mesure le poids d'un produit dans son marché (Jwa, 1999 ; Kang, 1999 ; People's Solidarity for Participatory Democracy (PSPD), 1999).

- *Concentration générale*

Concernant les *chaebols*, elle appréhende le poids d'un groupe dans l'ensemble des industries. Un petit nombre de *chaebols* occupe une grande place dans l'économie coréenne. Par exemple, en 1997 les 30 premiers *chaebols*<sup>5</sup> représentent 45,9% du chiffre d'affaires coréen, et 32,3% pour les 5 premiers *chaebols*. Pourtant, ils ne contribuent pas beaucoup à créer d'emplois par rapport à leur taille (4,2% pour les 30 premiers *chaebols*). Au sein des *chaebols*, la prépondérance des 5 premiers *chaebols* est considérable. Ils représentent 60 à 70% de la part des 30 premiers *chaebols* (tableau 1).

Tableau 1 . *Concentration générale des chaebols (en 1997)*

	30 premiers chaebols	5 premiers chaebols
Valeur ajoutée sur PNB	13,1%	8,5%
valeur ajoutée sur l'industrie manufacturière	63,4%	41,0%
Chiffre d'affaires	45,9%	32,3%
Actif	46,3%	29,2%
Dette	47,9%	29,8%
Emploi	4,2%	2,7%

Source : Jwa(1999), Kang(1999) et People's Solidarity for Participatory Democracy (PSPD)<sup>6</sup> (1999)

Cette concentration générale du pouvoir économique est souvent présente dans les pays de l'OCDE, mais à un degré moins élevé (Jwa, 1999). De plus, les *chaebols* ont

<sup>5</sup> La Commission de la concurrence (*Korea Fair Trade Commission* : KFTC) est tenue par la loi d'identifier chaque année les 30 premiers groupes industriels et commerciaux qui sont soumis à des réglementations spéciales. Certaines analyses considèrent cette liste de 30 grands groupes comme une liste des *chaebols* (Jang, 2002).

<sup>6</sup> Organisation non gouvernementale coréenne

accumulé leurs richesses en profitant d'un contexte concurrentiel faussé par le soutien préférentiel et la protection du gouvernement et non dans le cadre d'une concurrence induite par le marché. Le processus de leur croissance est en partie artificiel.

- *Concentration de marché*

Elle représente le poids d'une entreprise du groupe dans le marché d'un produit. En Corée, l'indice CR3 est souvent utilisé pour mesurer la concentration de la distribution des ressources dans une structure de marché monopolistique ou oligopolistique<sup>7</sup> (Jwa, 1999 ; PSPD, 1999).

Tableau 2. *Evolution de la structure du marché des produits (%)*

	1981	1990	1995
Indice de concentration (CR3>50%)	87,8	80,9	71,6

Source : Korea Fair Trade Commission (KFTC)

La structure du marché coréen des produits se caractérise par le poids important des monopoles et des oligopoles. La part des produits monopolistiques et oligopolistiques dans le marché coréen diminue de 87,8% en 1981 à 71,6% en 1995, mais elle est encore relativement élevée (tableau 2).

Nous voyons le nombre de catégories monopolistiques et oligopolistiques que la Commission de la concurrence (KFTC) a identifiées. Le poids des 30 premiers *chaebols* atteint 60-70% sur l'ensemble des catégories et celui des 5 premiers occupe 34-38% (tableau 3). Ceci indique que les *chaebols* représentent une part élevée des catégories monopolistiques et oligopolistiques.

---

<sup>7</sup> Cet indice est le taux de concentration des k premières entreprises, représenté par  $CR_k = \sum S_i$ . Il est défini par la somme des parts du marché que les k premières entreprises occupent respectivement. C'est-à-dire qu'en Corée, le monopole et l'oligopole du marché sont jugés par le degré de concentration des trois premières entreprises (CR3). CR3>50% signifie que la part des trois premières entreprises dans le marché d'un produit dépasse 50%.

Tableau 3. *Evolution de nombre de catégories monopolistiques et oligopolistiques*

année	Total des catégories	30 premiers chaebols	%	5 premiers chaebols	%
1995	138	82	59,4	47	34,1
1996	140	90	64,3	49	35,0
1997	166	117	70,5	60	36,1
1998	128	85	66,4	49	38,3

Source : KFTC

- *Problèmes liés à la concentration du pouvoir économique*

Les groupes industriels et commerciaux peuvent contribuer au développement économique national en réalisant des économies d'échelles, en améliorant la qualité des produits, et en innovant dans les secteurs des technologies de pointe grâce à cette concentration du pouvoir économique. Pourtant à côté de ces aspects positifs, la concentration peut distordre l'allocation des ressources et ainsi provoquer une instabilité structurelle comme la crise de 1997 en raison du poids des *chaebols* dans l'économie coréenne. En particulier, dans la mesure où les *chaebols* sont réellement possédés et contrôlés par certains individus comme en Corée, les décisions de ces individus exercent une grande influence sur l'allocation des ressources et sur les politiques économiques.

Nous analysons la structure de propriété et la diversification des *chaebols* pour savoir comment la famille fondatrice des *chaebols* contrôle ses entreprises et diversifie les activités.

### ***1.2. Structure de propriété et diversification des chaebols***

Dans cette section, nous analysons la structure actionnariale contrôlée par la famille du fondateur et la diversification, deux caractéristiques importantes des *chaebols*. Ces deux caractéristiques sont en fait étroitement liées (Chung et Wang, 2001). Les groupes

coréens se diversifient au moyen de la création d'une nouvelle entreprise ou du rachat d'une entreprise existante plutôt que par la création d'une nouvelle division au sein d'une entreprise. La famille détenant une part du capital relativement limitée peut contrôler les entreprises du groupe par le biais des participations circulaires et de la structure pyramidale. Les dirigeants des *chaebols* peuvent donner une impulsion aux investissements à long terme dans les nouvelles industries. Du point de vue de la théorie de l'agence, cette structure actionnariale, dans laquelle le contrôle ne se confond pas avec la propriété, pourrait inciter les dirigeants des *chaebols* à diversifier excessivement les activités. Au contraire, du point de vue des actionnaires familiaux compte tenu de la croissance rapide des groupes par la diversification, ce serait une structure de propriété pertinente que la famille peut choisir pour maintenir son contrôle au sein du groupe (Chung et Wang, 2001).

#### 1.2.1. Structure de propriété des *chaebols*

Dans cette sous-section, nous observons d'abord le pourcentage du capital détenu par les diverses catégories d'investisseurs sur les marchés boursiers coréens en le comparant avec celui des autres pays. Les marchés boursiers coréens, relativement peu développés, sont dominés par des personnes physiques et des entités non financières (tableau 4).

Tableau 4. *Actionnariat des sociétés cotées (en %)*

	Etats-Unis	Royaume-Uni	Allemagne	Japon	France	Corée
Institutions financières	30,4	61,8	29,0	48,0	7,6	21,7
Banques	0,3	0,6	14,3	18,9	3,8	9,4
Compagnies d'assurance	4,0	17,3	7,0	19,6	1,8	6,3
Autres (y compris fonds de pension)	26,1	43,9	7,7	9,5	2,0	6,0
Secteurs non financiers	69,6	38,2	71,0	52,0	92,4	78,3
Ménages	50,2	17,7	16,6	22,4	19,7	39,8
Sociétés non financières	14,1	3,1	38,8	24,9	57,9	22,8
Collectivités publiques	-	1,3	3,4	0,7	3,7	6,6
Non résidents	5,3	16,1	12,2	4,0	11,1	9,1

Source : Orléan (1999), OCDE (1998) et Nam et *al.* (1999), la Corée en 1997, les Etats-Unis en 1990 et les autres pays en 1994

Nous pouvons observer que la dispersion du capital n'est pas répandue en raison de la brièveté de l'histoire des entreprises coréennes et que les participations entre les entreprises affiliées sont primordiales dans la structure du capital comme ce fut le cas en France, au Japon, en Allemagne.

Le rôle des institutions financières est relativement limité par rapport aux autres pays. Ceci résulte de ce que les entreprises coréennes financent essentiellement leurs activités en recourant à l'emprunt bancaire, ce qui n'influe pas sur son contrôle, plutôt que par des investissements directs des banques, c'est-à-dire qu'elles préfèrent un financement indirect à un financement direct (OCDE, 1999).

Selon Williamson (1988) qui analyse le financement de l'entreprise (par les dettes et les fonds propres) et la structure de gouvernance du point de vue de la minimisation des coûts de transaction, l'entreprise préfère le financement par la dette pour diminuer les coûts de transaction et pour subir moins d'influence sur la gouvernance à court terme. Toutefois, à cause du risque de faillite, lorsque le coût du financement des dettes devient prohibitif, l'entreprise rassemble des fonds sur les marchés d'actions.

La part du capital détenue par les étrangers est inférieure à 10%. Pendant longtemps, le rôle des investisseurs étrangers dans la gouvernance d'entreprise a été extrêmement limité en raison des restrictions imposées aux capitaux étrangers. Dans un tel contexte, les investisseurs étrangers n'ont pas influé sur la gouvernance des entreprises coréennes. Comme en terme de valeur boursière globale, leur part est nettement importante, nous pouvons penser que les investisseurs étrangers ont privilégié les actions « vedettes » compte tenu des restrictions quantitatives qui limitaient les avoirs dans le passé et des risques liés aux marchés émergents (OCDE, 1998).

Le contrôle externe des entreprises est en général limité en Corée. Dans un contexte où les familles contrôlant les *chaebols* ne souhaitent pas la dilution de leur pouvoir discrétionnaire et où les *chaebols* disposent de beaucoup de possibilités d'emprunts par le jeu des garanties internes croisées ou par celui de la garantie de l'Etat (l'aléa moral), le financement indirect (la dette) est préféré au financement direct (l'action). Il n'existe pas de gouvernance basée sur les mécanismes de marché. Une telle situation conduit au surendettement des *chaebols*.

La part du capital investie dans le groupe par la famille fondatrice des *chaebols* n'est généralement pas élevée. Les participations entre les entreprises affiliées lui permettent

de renforcer le contrôle sur toutes les entreprises du groupe. La part de capital de la famille ne correspond donc pas au contrôle qu'elle exerce sur le groupe. Ceci tient au désir des propriétaires-dirigeants de conserver le contrôle de leur groupe et de faire surtout appel au financement par l'emprunt.

Après les années 1980, la part du capital directement et indirectement détenue par la famille des *chaebols* diminue, passant de 56,2% en 1987 à 43% en 1997 (tableau 5). La baisse de la participation de la famille tient au développement des marchés financiers. La réduction de la part détenue par les filiales résulte de l'adoption en 1987 de réglementations sur les investissements entre entreprises d'un même groupe. Cependant, les familles qui ne détiennent que moins de 10% du capital, contrôlent encore les entreprises du groupe par le biais des participations internes entre filiales. Le président, qui est souvent le fondateur du *chaebol* ou son fils, contrôle étroitement la politique du groupe par l'intermédiaire d'une équipe dirigeante, informelle mais puissamment centralisée, appelée « bureau de planification et de coordination », qui dirige toutes les entreprises du groupe.

Tableau 5. *Participations internes au capital des chaebols (en pourcentage)*

	1987	1990	1993	1997
Trente premiers	56,2	45,4	43,4	43,0
Famille	15,8	13,7	10,3	9,3
Filiales	40,4	31,7	33,1	33,7
Cinq premiers	60,3	49,6	49,0	45,2
Famille	15,6	13,3	11,8	7,6
Filiales	44,7	36,3	37,2	37,6

Source : KFTC

La concentration de la propriété des entreprises et la forte influence de la famille du fondateur et de l'équipe centrale de gestion sur les entreprises affiliées aux *chaebols* peuvent présenter des avantages, notamment une réduction des coûts de transaction et la possibilité de décider rapidement des grands projets d'investissements (OCDE, 1998). Une telle organisation pose cependant véritablement un problème en Corée (OCDE, 1998).

La part du capital que le chef de la famille des *chaebols* peut mobiliser atteint environ

la moitié des droits de contrôle (OCDE, 1998). Les participations entre les entreprises affiliées jouent un rôle important dans la domination de la famille des *chaebols*. Elles lui permettent de développer facilement les filiales sans injection de capital frais. Cette structure de propriété pourrait accélérer la concentration du pouvoir économique.

Nous analysons les types de participations qui permettent à la famille de maximiser son contrôle. Bien que le système de « *holding* » et les participations réciproques ne soient pas autorisés en Corée, les *chaebols* peuvent garder leur contrôle par le biais de la structure pyramidale et des participations circulaires. Premièrement, les participations internes sont centralisées dans une ou plusieurs des principales entreprises proches du sommet de la pyramide du groupe, qui jouent un rôle de « *holding* »<sup>8</sup>.

Deuxièmement, dans la situation actuelle où les participations réciproques ne sont pas admises, les *chaebols* peuvent garder leur ascendant puissant en acceptant des fonds externes, par les participations croisées et à double voie. Nous supposons qu'un *chaebol* finance 300 de capital et qu'il maintient 50% de taux de détention interne. Une entreprise peut investir au maximum 25% de ses fonds propres dans d'autres entreprises selon la loi. Dans cette situation, le *chaebol* peut collecter 524 sous forme d'investissements externes par les participations croisées et 500 par les participations à double voie (figure 2).

- *Relation entre entreprises et institutions financières*

Bien que les institutions financières détiennent plus de 20% des actions (tableau 4) et que la croissance des *chaebols* soit encouragée par les aides des institutions financières, leur rôle en matière de gouvernance d'entreprise est relativement limité.

L'entrée du capital des *chaebols* dans le secteur des banques commerciales est limitée. Une personne physique ou une société ne peut détenir au maximum que 8% du capital d'une grande banque et 15% du capital d'une banque locale.

Malgré la privatisation des banques commerciales, le gouvernement intervient effectivement dans la gestion des banques commerciales par le biais de mécanismes indirects comme la nomination des dirigeants. Le contrôle des banques en tant qu'actionnaires est strictement limité du fait de réglementations obligeant les

---

<sup>8</sup> En Corée, la *holding company* n'a été reconnue que récemment (avril 1999).

intermédiaires financiers à s'aligner sur le vote des autres actionnaires, sauf sur certaines questions importantes comme les fusions et les acquisitions. Les banques ne surveillent efficacement ni la gestion des *chaebols*, ni leur propre performance en raison de la faiblesse des pressions concurrentielles et du manque d'indépendance.

En revanche, les *chaebols* sont autorisés à participer au secteur des institutions financières non bancaires. En 1997, les 30 premiers groupes avaient en moyenne deux filiales financières, pour l'essentiel des maisons de titres, des compagnies d'assurance et des banques d'affaires (tableau 6).

Les liens étroits entre les établissements financiers non bancaires et l'industrie sont source de conflits d'intérêts. Il semble en fait que les *chaebols* aient utilisé les fonds confiés par leurs clients aux banques d'affaires affiliées, compagnies d'assurance et maisons de titres pour financer leurs propres activités et pour exercer le contrôle sur d'autres entreprises appartenant à leur groupe (OCDE, 1998). Dans la plupart des cas, ces institutions financières participent au capital de leurs entreprises affiliées. Bien que la loi leur interdise d'exercer les droits de vote dans leurs entreprises affiliées, ces prises de participation peuvent être utilisées pour défendre la direction : la détention du capital des entreprises affiliées empêche des rachats du capital par les investisseurs externes et les institutions financières peuvent contourner cette interdiction en vendant les actions détenues aux entreprises affiliées qui, elles, pourront exercer les droits de vote qui s'y rattachent (Chung et Wang, 2001 ; People's Solidarity for Participatory Democracy, 1999).

### 1.2.2. Diversification des *chaebols*

La diversification est une des caractéristiques des *chaebols*. Les groupes coréens gèrent plusieurs entreprises affiliées sous le contrôle de la famille fondatrice. Leurs activités se diversifient dans de multiples domaines. Si nous procédons à une analogie entre un groupe et une entreprise à la structure multidivisionnelle, chaque entreprise affiliée fonctionne comme une division opérationnelle.

Ce phénomène de diversification est considéré comme un problème résultant de la concentration du pouvoir économique dans les mains des *chaebols* avec la concentration de la propriété. Quand les *chaebols* créent ou rachètent une entreprise, ils peuvent facilement accéder aux ressources financières au moyen des participations au capital des

entreprises affiliées et de l'emprunt aidé par les garanties des filiales.

Avant la crise de 1997, le nombre de filiales de grands groupes ne cesse d'augmenter. Les 30 premiers *chaebols* possèdent 27,2 filiales en moyenne et 52,4 pour les 5 premiers *chaebols* en 1997 (tableau 6 et 7).

Tableau 7. *Evolution de nombre de filiales*

	1987	1991	1994	1997
Nombre de groupes	32	30	30(5)	30(5)
Nombre de filiales	509	561	616(210)	817(262)
Moyenne	15,9	18,7	20,5(42,0)	27,2(52,4)

Source : Korea Fair Trade Commission. Les parenthèses représentent les 5 premiers *chaebols*.

#### Les principaux métiers des 5 premiers *chaebols* en 1996

Hyundai : automobiles, construction navale, électronique, sidérurgie, mécanique, machines, chimie-pharmacie, BTP, banques, assurances

Samsung : électronique, aérospatial, chimie, textile, agro-alimentaire, services, automobiles, banques, assurances

LG : électronique, pétrole, chimie, télécommunications, instrumentation, ingénierie technique, assurances

Daewoo : véhicules, machines-outils, électronique grand public, pétrole, chimie, construction navale, BTP, finance, services

SK : énergie, chimie, distribution, transport maritime

Pluchart (1999)

Dans une première étape, les *chaebols* poursuivent une stratégie de diversification liée. L'intégration verticale et horizontale constituent des modalités de diversification liée connues. Les *chaebols* intègrent verticalement les entreprises pour assurer l'approvisionnement en matières premières (en amont) et les débouchés commerciaux (en aval). Cette intégration verticale est répandue dans le monde entier car elle permet aux entreprises de réduire les coûts de transaction. L'intégration horizontale a pour effet de renforcer le pouvoir de marché en intégrant les entreprises dans la même industrie et en empêchant la concurrence entre elles.

Par la suite, les *chaebols* se développent rapidement par le biais de la diversification

non-reliée. Celle-ci recouvre l'intégration d'entreprises appartenant à différentes industries sans rapport vertical ni horizontal, pour profiter d'opportunités d'investissements intéressantes, pour équilibrer les activités en multipliant les domaines d'intervention, pour se trouver sur des produits dont le cycle économique est inversé par rapport à celui de son produit de base, et pour créer un marché financier interne.

De plus, le contexte spécifique à la Corée accélère la diversification des *chaebols*. Les groupes coréens se diversifient souvent par la création d'une nouvelle entreprise ou l'acquisition d'une entreprise existante plutôt que par la création d'une division dans une entreprise.

Prenons l'exemple du groupe *Samsung* (figure 3). La famille fondatrice du groupe gère toutes les entreprises affiliées à l'aide du bureau de planification et de coordination (*kijosil* ou *hoejangsil*). Ce groupe est présent dans plusieurs secteurs<sup>9</sup>. Dans les secteurs manufacturiers, les entreprises sont intégrées en amont. Par exemple, dans le secteur électronique, *Samsung Electronics* a des entreprises affiliées qui lui fournissent les matières premières ou les produits intermédiaires (*Samsung Electronic Mechanics*, *Samsung SDI*, etc.). En aval, *Samsung Corporation*, une maison de commerce équivalente à une *Sogo sosha* japonaise, sert comme exportateur vers les marchés étrangers. De plus les groupes coréens s'engagent dans des secteurs non manufacturiers comme la finance, la publicité, le BTP, la distribution, etc. Dans le groupe *Samsung*, *Samsung Life Insurance*, première entreprise coréenne du secteur de l'assurance-vie, est une source de financement pour les entreprises affiliées (Amsden, 1997 ; Chang et Hong, 2000).

La diversification pourrait avoir été une réponse logique à l'évolution des conditions économiques et des politiques du gouvernement (OCDE, 1998). La diversification des *chaebols* a résulté en grande partie des politiques gouvernementales de développement économique.

Jusqu'aux années 1980, pour promouvoir les exportations des produits manufacturés et développer les industries lourde et chimique, le gouvernement a accordé des avantages financiers et fiscaux aux entreprises présentes dans ces secteurs et protégé ces entreprises au moyen de restrictions à l'importation. Les *chaebols* sont entrés en

---

<sup>9</sup> Dans la figure 3, nous ne montrons pas tous les secteurs dans lesquels le groupe *Samsung* s'engage.

compétition dans ces secteurs.

Après la décennie 1980, lors du règlement du sort des entreprises en liquidation, le gouvernement a encouragé d'autres entreprises à racheter ces entreprises en difficulté. Les *chaebols* ont facilement multiplié leurs filiales par ces acquisitions. Les *chaebols* ont également participé aux industries rentables, nouvelles et récentes comme le tourisme, la distribution, l'informatique et les télécommunications.

Finalement, le gouvernement a dû empêcher la faillite des grands groupes en difficulté à cause de leur impact sur l'économie nationale (*too big to fail*).

L'expansion des *chaebols* par la diversification a contribué au développement économique de la Corée. Pourtant, la faiblesse de la gouvernance d'entreprise et le problème de la structure de propriété ont causé une diversification excessive, qui a dégradé à son tour la structure financière des *chaebols* et qui a aussi provoqué la concentration du pouvoir économique par les transactions internes dans les mains de familles des *chaebols*.

### ***1.3. Problèmes et crise***

Ces grands groupes privés, diversifiés et internationalisés, ont été les principaux moteurs de la « croissance à deux chiffres » des « dragons » jusqu'au début des années 1990, mais ils semblent avoir également été les principaux déclencheurs de la crise de 1997 (Pluchart, 1999b).

Certains cherchent les causes fondamentales de la crise coréenne à l'extérieur, par exemple dans le mouvement des capitaux spéculatifs et l'effet de contagion de la crise de l'Asie du Sud-Est. Les *chaebols* sont exposés aux dettes externes à court terme provenant de la diversification des activités et de la gestion opaque. L'expansion rapide, financée par l'emprunt, des investissements des *chaebols*, notamment les *chaebols* de dimension moyenne, a entraîné un excédent de capacité, une baisse des profits et une contraction des bilans (OCDE, 1998). Après l'abandon progressif de la politique industrielle, les effets conjugués des surinvestissements induits par la remontée technologique et de la mondialisation de leurs activités ont directement pesé sur les comptes des *chaebols*.

Les dettes des entreprises ont fortement augmenté ces dernières années. Pour les 30 premiers *chaebols*, le ratio d'endettement atteignait à la fin de 1997 le niveau record de 519% (tableau 8). L'ampleur de l'endettement tient en partie au refus des fondateurs de *chaebols* de procéder à des augmentations de capital qui réduiraient leur contrôle (OCDE, 1998 ; Williamson, 1988). Or, dans la structure financière caractérisée par les participations au capital et les garanties de dettes entre les entreprises affiliées, la faillite d'une seule entreprise peut entraîner l'effondrement d'un groupe.

Le fait qu'un endettement important soit facilement accepté résulte en partie des relations héritées du passé entre le gouvernement, les *chaebols* et les institutions financières (OCDE, 1998). Malgré la privatisation des banques commerciales et la libéralisation financière, les banques sont restées toujours sous l'influence du gouvernement. Elles n'ont donc pas pu exercer une surveillance active. Le rôle implicite du gouvernement en tant qu'assureur est démesuré à cause de l'importance des grands groupes dans l'économie coréenne.

Dès le premier semestre de 1996, les exportations ont stagné, le déficit commercial a atteint des niveaux records, et les *chaebols* n'ont plus été épargnés et ont affiché des résultats désastreux. Les entreprises lourdement endettées n'ont pas pu résister à cette tendance. Les grands groupes ont été déclarés en faillite (tableau 9). Les problèmes du secteur industriel ont à leur tour sérieusement affaibli le système bancaire. Ces faillites des grandes entreprises ont été suivies par la charge insupportable des prêts non performants dans le secteur financier. Cela a entamé la confiance internationale et a causé la sortie massive des capitaux étrangers de la Corée inspirée par la crise d'Asie du Sud-Est. Le problème de l'insolvabilité des entreprises a finalement abouti à la crise financière intérieure et ensuite a causé la crise de liquidité externe (figure 4).

Ce problème interne maintenu longtemps a essentiellement résulté d'une faiblesse de la gouvernance d'entreprise. Il n'y avait pas d'organes susceptibles de contrôler la gestion des entreprises.

Tableau 9. *Chaebols en faillite parmi les 30 premiers (en 1997)*

	Hanbo	Sammi	Jinro	Kia	Haitai	Newcore
Date	23 janvier	19 mars	21 avril	15 juillet	1 novembre	4 novembre
Classement	14 <sup>e</sup>	25 <sup>e</sup>	19 <sup>e</sup>	8 <sup>e</sup>	24 <sup>e</sup>	28 <sup>e</sup>

Source : Joh, 2001

## 2. Réformes des *chaebols*

Si le système des *chaebols* s'est révélé favorable au développement économique, après la crise financière, les réformes des *chaebols* sont apparues indispensables. Plusieurs courants s'opposent au sujet de la méthodologie des réformes. Nous présentons ici trois courants. Le courant progressiste critique les problèmes de concentration du pouvoir économique dans les mains des *chaebols* et revendique l'intervention du gouvernement dans les réformes des *chaebols* pour régler les relations illégales à l'intérieur des groupes et enfin pour encourager la gestion indépendante des entreprises affiliées des groupes.

Le courant conservateur reconnaît les problèmes des *chaebols*, mais il demande que le gouvernement incite les *chaebols* au changement par le biais de réformes institutionnelles et il s'oppose à l'intervention du gouvernement dans les réformes de l'organisation des *chaebols*.

Chang et *al.* (1998) estiment que les réformes néolibérales du gouvernement risquent de faire disparaître les avantages du modèle coréen qui était un moteur de croissance économique de la Corée. Ils diagnostiquent que la crise résulte de la politique de libéralisation économique menée dans les années 1990 et proposent que le gouvernement reprenne la politique industrielle et financière en gardant le système des *chaebols*.

Nous analysons les réformes des *chaebols* conduites par les pouvoirs publics et leurs effets.

## **2.1. Réformes mises en oeuvre**

Au lendemain de la crise, plusieurs mesures ont été introduites pour restructurer les entreprises coréennes parallèlement aux réformes du secteur financier. Nous présentons ces réformes gouvernementales.

### 2.1.1. Renforcement de la transparence à l'intérieur des groupes

Le gouvernement réglemente les relations à l'intérieur des groupes. A la suite de l'accord passé avec le gouvernement, les *chaebols* ont transformé leurs « bureaux de planification et de coordination » en « bureaux de restructuration » dont les fonctions et le pouvoir ont nettement diminué. Les premiers jouaient le rôle de *holding* en définissant les objectifs et les stratégies des groupes et en répartissant les ressources financières et humaines entre les entreprises affiliées (OCDE, 1999). Les dirigeants de chaque entreprise peuvent aujourd'hui mener des stratégies indépendantes et doivent assumer la responsabilité des résultats obtenus. Pourtant, dans la mesure où les entreprises affiliées sont sous le contrôle d'un actionnaire dominant et où les droits des actionnaires ne sont pas bien protégés, une véritable gestion indépendante ne peut pas être réalisée, même par suppression des équipes dirigeantes centralisées.

Lors des investissements, des transactions et des garanties de dettes pour aider les entreprises affiliées, les intérêts des actionnaires minoritaires risquent être ignorés (bénéfices privés de contrôle).

Les réglementations sur les transactions internes des groupes peuvent être interprétées comme le démantèlement des *chaebols* ou l'abandon du système de gestion caractéristique des groupes basé sur le soutien des entreprises affiliées. Ces mesures risquent aussi de faire perdre les avantages du système des *chaebols* comme l'économie des coûts de transaction, les économies d'échelles et les effets de synergie, etc. Celles-ci pourraient finalement décourager les investissements dans les industries nouvelles, qui ont été un des moteurs du développement économique de la Corée et du rattrapage des entreprises coréennes (Chang et al., 1998).

Nous analysons les trois mesures relatives aux relations internes aux *chaebols* : l'amélioration de la structure de propriété, la réglementation des transactions internes et

l'interdiction des garanties de dettes entre entreprises affiliées.

- *Amélioration de la structure de propriété*

Les participations au capital entre entreprises affiliées permettent aux familles détenant une faible part du capital de contrôler les *chaebols*. Pour limiter la divergence entre la propriété et le contrôle, les prises de participation d'une entreprise affiliée à un *chaebol* dans le capital d'une autre entreprise affiliée ont été autorisées jusqu'à 25% de son actif net et les participations réciproques entre filiales d'un *chaebol* ont été interdites.

Dans le cadre du processus de restructuration des *chaebols*, ce plafond a été levé en février 1998 parce qu'il était considéré comme une discrimination à l'encontre des entreprises locales compte tenu de l'ouverture des marchés financiers et comme un obstacle à la restructuration des *chaebols* (OCDE, 1999).

Après cette suppression, les prises de participation entre filiales ont fortement augmenté (en 1999 au tableau 12). Le gouvernement a dû remettre en vigueur cette réglementation pour freiner l'expansion des *chaebols* par le biais des participations entre filiales en avril 2001.

Pour améliorer la transparence de la structure de propriété en supprimant les participations circulaires compliquées, les sociétés *holding* sont autorisées depuis avril 1999, sous réserve cependant de certaines conditions restrictives, qui découragent la création de *holding*, par exemple, l'obligation d'un ratio d'endettement inférieur à 100%, une participation majoritaire dans leurs filiales, etc. La plupart des *chaebols* ne sont pas capables de se conformer à ces conditions sauf quelques exceptions dont les entreprises affiliées sont intégrés verticalement autour des entreprises principales. Néanmoins, ce système de *holding* risque aussi de servir les intérêts des actionnaires dominants aux dépens des actionnaires minoritaires. A la différence des entreprises des pays développés, la part minimum dans le capital des filiales détenue par le *holding* n'est pas assez élevée pour empêcher les comportements opportunistes des actionnaires dominants (30% pour les filiales cotées et 50% pour les filiales non cotées) sachant que les filiales de grande taille sont généralement cotées (figure 5 et 6).

- *Réglementation des transactions internes*

Les entreprises appartenant aux groupes peuvent occuper une position favorable par rapport à leurs concurrents grâce aux aides des entreprises affiliées. En particulier, quand le groupe participe à une industrie nouvelle, l'entreprise appartenant au groupe peut facilement surmonter les difficultés du début. Toutefois, les transactions à l'intérieur des groupes peuvent nuire à la concurrence équitable sur le marché et servir les intérêts des actionnaires de contrôle aux dépens de ceux des actionnaires minoritaires.

Les transactions préférentielles entre entreprises affiliées à un même groupe sont illégales depuis 1996. Avant la crise, la loi sur la concurrence n'a pourtant pas été bien appliquée. Au lendemain de la crise, le gouvernement a commencé à exécuter cette loi. La réglementation sur les transactions internes est un sujet délicat avec la limitation des participations au capital entre les filiales.

Les transactions intra-groupe des entreprises cotées appartenant aux 30 premiers groupes ont représenté 27,7% des transactions totales en 1998 (OCDE, 1999). Selon les enquêtes menées par la Commission de la concurrence, les *chaebols* pratiquent encore les transactions de façon que les entreprises soutiennent d'autres entreprises affiliées, ce qui aboutit à l'imposition d'amendes pour les *chaebols* concernés (OCDE, 1999).

- *Interdiction des garanties de dettes entre filiales affiliées*

Les garanties de dettes entre les entreprises affiliées à un même *chaebol* sont une autre forme importante de transactions intra-groupe. Ce système permet aux *chaebols* de mobiliser des crédits pour financer la création de nouvelles filiales et les investissements à long terme (Douglas, 2000).

Pourtant les garanties de dettes seraient une source de fragilité des *chaebols*. Les institutions financières ont accordé leurs prêts sur la base de promesses faites par les entreprises affiliées et non pas sur la base d'une analyse des risques et des perspectives de l'entreprise qui emprunte (OCDE, 1999). Dans un contexte où la gouvernance d'entreprise des *chaebols* n'a pas bien fonctionné, les garanties ont mis en difficulté les filiales en bonne santé (Douglas, 2000 ; Joh, 2001) et ont créé un risque de faillite en chaîne.

A la suite de la crise, les nouvelles garanties de dettes entre les filiales ont été

interdites et les garanties en cours devaient être éliminées d'ici à 2000.

### 2.1.2. Amélioration de la gouvernance d'entreprise

Plusieurs mesures ont été introduites pour surveiller les comportements opportunistes des actionnaires de contrôle.

- *Droits des actionnaires minoritaires*

Les droits des actionnaires minoritaires ont été renforcés par l'abaissement du pourcentage de participation au capital requis pour diverses initiatives dans le Code de commerce révisé en décembre 1998 (tableau 10). Pourtant la surveillance par les petits actionnaires ne serait pas efficace à cause du problème de passager clandestin (*free rider*) (Joh, 2001).

Tableau 10. *Participation minimale au capital pour pouvoir exercer certains droits (en pourcentage)*

	Ancien code commercia 1	Nouveau Code	Pour les sociétés cotées
Révocation d'un administrateur	5	3	0,5 (0,25)
Droit d'injonction	5	1	0,5 (0,25)
Droit d'engager une action dérivée	5	1	0,01 (0,01)
Faire figurer la proposition d'un actionnaire dans les comptes-rendus	-	3	1 (0,5)
Demande de convocation d'une assemblée générale exceptionnelle	5	3	3 (1,5)
Droit d'inspecter les livres comptables	5	3	1 (0,5)
Droit d'inspecter les affaires et les biens de la société	5	3	3 (1,5)
Révocation du liquidateur	5	3	0,5 (0,25)

Source : Nam et *al.* (1999) et OCDE (1999) Les parenthèses montrent le cas des grandes entreprises.

Egalement, la réglementation obligeant les institutions financières à voter avec l'équipe dirigeante a été supprimée. Un système de vote cumulé a été autorisé permettant à des actionnaires minoritaires d'élire des actionnaires chargés de représenter leurs intérêts (OCDE, 1999).

Cette révision du Code a permis aux petits actionnaires de revendiquer activement leurs droits. La réaction des grandes entreprises appartenant aux *chaebols* a été de compliquer leur tâche en convoquant en 1999 les assemblées générales annuelles le même jour afin d'éviter les débats.

- *Rôle du conseil d'administration*

Le Code de commerce révisé a renforcé le rôle du conseil d'administration en lui imposant des responsabilités fiduciaires. La loi a aussi obligé les membres des familles des *chaebols* à assumer les mêmes responsabilités. Avant la crise, n'étant pas officiellement membre du conseil d'administration, ces derniers n'ont pas assumé la responsabilité relative à la mauvaise gestion.

De plus, les entreprises cotées doivent attribuer un quart des sièges de leur conseil d'administration à des administrateurs externes à partir de 1999 dans le but de renforcer l'indépendance du conseil d'administration (OCDE, 1999)<sup>10</sup>. La loi a restreint l'éligibilité des administrateurs externes à ceux qui n'ont pas de relations familiales avec les actionnaires dominants et qui n'effectuent pas de transactions significatives avec l'entreprise (Chung et Wang, 2001).

Malgré ces changements juridiques, en réalité, les administrateurs ne sont pas assez indépendants pour surveiller le pouvoir des actionnaires de contrôle. Les proches des familles des *chaebols*, nommés administrateurs externes adoptent un comportement passif au conseil d'administration. Selon les marchés boursiers coréens, plus de 73% des administrateurs externes ont été recommandés par les actionnaires de contrôle en 1999 (tableau 11).

Tableau 11. *Sélection des administrateurs externes*

Recommandé par	Actionnaires de contrôle	Créanciers	Employés	Autres	Total
Nombre	343	25	20	77	465
Ratio	73,8%	5,4%	4,3%	16,5%	100%

Source : Korea Stock Exchange, 2000

<sup>10</sup> Pour les entreprises cotées de grande taille, plus de la moitié des sièges sont réservés à des administrateurs externes.

- *Transparence de la gestion*

Afin d'améliorer la transparence de la gestion et d'empêcher les *chaebols* de gonfler les résultats par le biais des transactions internes, le gouvernement a obligé les grands *chaebols* à présenter des comptes financiers consolidés à partir de 1999, accompagnés dans les notes annexes d'informations sur les transactions internes au groupe (OCDE, 1999). Les auditeurs externes et les responsables de la comptabilité des entreprises sont passibles de sanctions plus sévères en cas de faute.

### 2.1.3. Restructuration des groupes

Compte tenu du faible développement des marchés financiers, la croissance rapide des *chaebols* est de nature à entraîner des emprunts excessifs pour financer des investissements massifs. Après la libéralisation financière, l'endettement à court terme a augmenté, facilité par le manque de monitoring des créanciers (Joh, 2001). Les entreprises coréennes ont dû payer des frais financiers élevés, qui ont réduit leurs bénéfices nets<sup>11</sup>. La structure financière des *chaebols* s'est révélée très fragile face à la perturbation des marchés financiers internationaux. La plupart des *chaebols* ayant un problème de liquidité, ont finalement été contraints à la faillite.

Après la crise, le gouvernement a insisté sur l'amélioration de la structure financière des *chaebols*. Il a proposé que les *chaebols* ramènent leur ratio d'endettement à 200% sur une base consolidée à la fin 1999 en identifiant leurs principaux domaines d'activité. Les entreprises appartenant aux groupes qui n'atteindront pas cet objectif risquent de se voir refuser de nouveaux prêts des banques et exiger le remboursement par anticipation des prêts déjà consentis (OCDE, 1999).

Pour atteindre cet objectif en un temps limité, les *chaebols* ont adopté des méthodes simples. Ils ont diminué leurs dettes par le biais d'une réévaluation des actifs et ont augmenté leurs capitaux propres par le biais d'augmentations de capital, souvent souscrites par les entreprises affiliées.

Les investissements excessifs sont la conséquence à la fois des problèmes de concurrence excessive, de la gouvernance d'entreprise, des marchés financiers et des

---

<sup>11</sup> Selon l'étude de Chang et al. (1998), avant la crise les résultats d'exploitation n'étaient pas faibles par rapport à ceux des entreprises des pays développés.

mécanismes de sortie. En 1998, l'Etat a lancé le *big deal* pour inciter les 5 premiers *chaebols* à échanger des filiales afin de réduire la concurrence excessive, les excédents de capacité et le surendettement. Les principales opérations étaient la fusion des activités de mémoires d'ordinateurs de *LG Semicon* et de *Hyundai Electronics*, et l'échange de *Samsung Motors* contre *Daewoo Electronics* (Douglas, 2000). Ces échanges, dirigés par le gouvernement, ont suscité beaucoup de polémiques. Ce n'est qu'après plusieurs mois de négociation sur le prix d'acquisition, que *Hyundai Electronics* et *LG Semicon* ont réussi à fusionner leurs activités, ce qui illustre les difficultés d'évaluation des actifs spécifiques (Hwang, 1999). L'échange de *Samsung Motors* contre *Daewoo Electronics* a quant à lui échoué. Le groupe *Samsung* a mis *Samsung Motors* en liquidation, et l'entreprise a été rachetée par Renault plus tard. Le groupe *Daewoo* en faillite a été démantelé en 1999.

#### 2.1.4. Réformes des marchés

Avant la crise, les grandes entreprises n'ont pas été confrontées à une menace crédible de sortie et aucune offre publique d'achat (OPA) inamicale n'a été lancée. Les réglementations sur les fusions et acquisitions ainsi que la structure de propriété des *chaebols*, dans laquelle la famille des *chaebols* détenant une faible part de capital contrôle toutes les entreprises du groupe par le biais des participations circulaires, ont défavorisé les fusions et acquisitions. En mai 1998, toutes les formes de fusions et d'acquisitions, y compris les OPA inamicales, ont été libéralisées (OCDE, 1999).

A la suite de la recommandation du FMI, le gouvernement coréen a accéléré l'ouverture des marchés financiers. Le plafond des prises de participation étrangères dans les entreprises coréennes a été levé à l'exception de quelques entreprises publiques et le nombre des secteurs d'activité dans lesquels les investissements étrangers sont limités a été aussi diminué (OCDE, 1999). En 1999, les fusions et acquisitions par les entreprises étrangères ont fortement augmenté.

La concurrence exercée par l'entrée des banques étrangères sur le marché a obligé les banques coréennes à accorder leurs prêts sur la base des risques et des perspectives de l'entreprise qui emprunte.

Le soutien implicite du gouvernement a aussi contribué à atténuer la menace de sortie. En raison des effets sur l'économie nationale, le gouvernement a dû sauver les

grandes entreprises en difficulté à cause des garanties de dettes entre entreprises affiliées qui risquaient de créer des faillites en chaîne (Joh, 2001). Toutefois, dans le contexte de la restructuration, le gouvernement n'a pas pu sauver tous les *chaebols* en difficulté et a laissé plusieurs *chaebols*, y compris *Daewoo*, faire faillite.

Par ailleurs, les fusions et acquisitions peuvent entraîner le remplacement des dirigeants incompetents et favoriser la restructuration des entreprises (OCDE, 1999). Globalement, les entreprises sont davantage confrontés à la menace de sortie qu'avant, ce qui pourrait contribuer efficacement à éviter les erreurs de gestion.

## ***2.2. Évolution de l'actionnariat et transformation des grands chaebols***

Dans cette sous-section, nous analysons l'évolution de l'actionnariat des entreprises coréennes et la transformation qu'ont connu les principaux *chaebols* à la suite de la restructuration économique.

### ***2.2.1. Évolution de l'actionnariat***

Les marchés d'actions ont été totalement ouverts en 1998. Le plafond des prises de participation étrangères a disparu. La part des capitaux étrangers à la Bourse coréenne a bondi jusqu'à 40% de la capitalisation boursière en 2003. Dans certaines grandes entreprises comme *Samsung Electronics* et *Hyundai Motors*, la part de capital détenue par les investisseurs étrangers dépasse déjà 50% du capital total. Bien que les investisseurs étrangers, souvent des investisseurs institutionnels, ne puissent pas facilement renverser la direction des entreprises appartenant aux *chaebols*, cette montée en puissance des investisseurs étrangers pourrait contribuer à améliorer la gouvernance d'entreprise et à modifier les comportements des *chaebols*.

Après la crise, la famille fondatrice des *chaebols* a continué cependant à contrôler le groupe par le biais des participations entre les entreprises affiliées. Pendant le processus de restructuration, la part de capital détenue par la famille a diminué, mais les participations circulaires entre les filiales ont augmenté, ce qui a permis aux familles de renforcer leur contrôle sur les *chaebols* (tableau 12). En particulier, après la suppression du plafond de 25% limitant les prises de participation des filiales de *chaebol*, la part de

capital détenue par les filiales a fortement augmenté en 1999.

Tableau 12. *Participations internes au capital des chaebols (en pourcentage)*

	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Trente premiers	44,1	43,0	44,5	50,5	43,4	45,0
Famille	10,3	9,3	7,9	5,4	4,5	5,6
Filiales	33,8	33,7	36,6	45,1	38,9	39,4
Cinq premiers	47,9	45,2	46,6	53,5	44,8	-
Famille	10,3	7,6	7,0	4,6	3,8	-
Filiales	37,6	37,6	39,6	48,9	41,0	-

Source : KFTC

La plupart des fondateurs des *chaebols* ont cédé la gestion à leurs fils ou à leurs frères. Le nombre de groupes qui ne sont pas contrôlés par les familles fondatrices a augmenté. A part le groupe *POSCO*, privatisé progressivement à partir de 1988, les familles fondatrices de quatre groupes seulement ont perdu le contrôle dans le plan de restructuration pour faire face aux difficultés de leurs groupes (en 2001 au tableau 13). L'augmentation de la part des capitaux étrangers et de leur pression sur les *chaebols* ne déstabilise pas encore le contrôle des familles fondatrices.

Tableau 13. *Origine des présidents de 30 premiers chaebols*

	1984	1996	2001
Fondateur	13	10	6
Famille*	16	19	19
Professionnel	1	1	5
Total	30	30	30

Source : Amsden (1997), Korea Information Service, les sites des entreprises

\* le fils, le petit fils ou le frère du fondateur

### 2.2.2. Transformation des grands *chaebols*

Avec la restructuration, les *chaebols* ont connu un bouleversement. Nous présentons ici l'évolution des 5 *chaebols* symboliques, dites « big 5 », *Hyundai*, *Samsung*, *LG*, *Daewoo* et *SK*. Depuis une décennie, ces 5 grands groupes dominent l'économie coréenne.

Le gouvernement les a conduits à recentrer leurs domaines d'activité et à améliorer leur structure de propriété, et ces *chaebols* ont été confrontés à des problèmes de succession au sein des membres de la famille.

Après la mort du fondateur, le groupe *Hyundai*, qui était le premier *chaebol*, a été confronté aux mauvais résultats de gestion et aux conflits familiaux. Les fils du fondateur ont finalement partagé le groupe et dirigé indépendamment leurs propres groupes : *Hyundai*, *Hyundai Motors*, *Hyundai Heavy Industries*, *Hyundai Department*, etc., qui deviennent chacun de nouveaux *chaebols* diversifiés.

Certaines filiales se sont séparées du groupe *Samsung* avant la crise et de nouveaux groupes ont été formés par les membres de la famille. Grâce au succès du secteur de l'électronique et des semi-conducteurs, le groupe *Samsung*, premier *chaebol* à l'heure actuelle, domine l'économie coréenne. En 2002, la valeur boursière de ses entreprises cotées s'élève à 26,8% de la capitalisation boursière coréenne (20% pour *Samsung Electronics*) et le groupe réalise 20% des exportations de produits coréens (tableau 14). L'économie coréenne risque donc d'être influencée par les résultats du groupe *Samsung*.

Tableau 14. *Poids du groupe Samsung dans l'économie coréenne (en %)*

	1998	1999	2000	2001	2002
Capitalisation	14,9	18,4	20,0	24,3	26,8
Exportations	15,7	16,6	18,1	16,3	19,8

Source : Groupe Samsung

Le groupe *Daewoo*, un symbole de l'extraordinaire réussite de la Corée (Pluchart, 2000a) s'est rapidement développé en profitant des politiques de développement économique gouvernementales. Il a lancé de vastes plans orientés vers la mondialisation de ses activités dans les années 1990<sup>12</sup>. Cette expansion, appuyée sur les dettes, a engendré des difficultés financières au moment de crise de 1997. Le groupe *Daewoo* a finalement fait faillite en 1999. La disparition du deuxième groupe coréen constitue un événement sans précédent dans l'histoire de l'économie coréenne.

La structure de propriété du groupe *LG* était complexe à cause des participations au capital de très nombreux membres de la famille fondatrice (plus de 200 grands

<sup>12</sup> Daewoo Electronics a tenté de racheter Thomson Multimédia à un franc symbolique.

actionnaires familiaux) et des participations circulaires. Au cours du processus de restructuration, le groupe dirigé par la troisième génération suivant le fondateur a simplifié la structure de l'actionnariat en adoptant la forme du *holding* et a diminué le nombre de ses filiales (figure 5 et 6).

A la suite de la tentation d'un investisseur institutionnel étranger de prendre la direction d'une entreprise principale du groupe *SK*, le président du groupe a essayé d'améliorer la gouvernance d'entreprise pour tenir la promesse faite aux investisseurs institutionnels coréens et aux actionnaires minoritaires, qui avaient aidé à défendre la direction.

Si nous comparons les situations des 5 premiers *chaebols* avant et après la crise, nous constatons que les familles contrôlent toujours leurs groupes diversifiés par le biais des participations entre les entreprises affiliées (tableau 15).

La part du capital détenue par la famille et le nombre de filiales du groupe *Hyundai* ont fortement diminué en raison du partage des filiales entre les fils du fondateur. Pourtant, le nombre total de filiales appartenant aux groupes issus du groupe *Hyundai* a augmenté. Grâce au choix de la structure de *holding* et à la restructuration, la part du capital détenue par la famille du groupe *LG* a augmenté et le nombre de filiales a diminué.

Tableau 15. *Participations internes et nombre de filiales des 5 premiers groupes coréens*

	1997				2003			
	Famille	filiales	total	Nombre de filiales	Famille	filiales	total	Nombre de filiales
Hyundai	13,8%	42,4%	56,2%	62	1,6%	31,0%	32,6%	26(66*)
Samsung	3,6%	43,1%	46,7%	61	2,0%	40,8%	42,8%	64
Daewoo	6,1%	32,2%	38,3%	37	-	-	-	-
LG	5,4%	34,7%	40,1%	52	7,4%	38,0%	45,4%	43
SK	14,1%	30,6%	44,7%	45	2,1%	55,9%	58,0%	54

Source: KFTC, \*: le nombre de filiales appartenant aux les groupes séparés du groupe Hyundai

## Conclusion

Dans ce chapitre, nous avons étudié la croissance des *chaebols* au cours des 40 dernières années, favorisée par les politiques gouvernementales et les réformes mises en oeuvre après la crise.

Les *chaebols*, contrôlés par des familles détenant un faible pourcentage du capital, se sont diversifiés par le biais des participations au capital et des garanties de dettes entre les entreprises affiliées. Cette structure actionnariale et financière a entraîné un véritable problème. L'expansion par l'endettement a dégradé la performance des *chaebols*, ce qui a affaibli à leur tour les institutions financières. La crise coréenne a été déclenchée par le désengagement brutal des capitaux étrangers des marchés coréens, en lesquels les entreprises et les institutions financières coréennes ont perdu confiance.

Plusieurs mesures ont été introduites pour restructurer les *chaebols*. Premièrement, pour améliorer les relations à l'intérieur du groupe, les prises de participation au capital des filiales de *chaebol* ont été limitées, et les transactions internes ainsi que les garanties de dettes entre les entreprises affiliées à un groupe ont été réglementées.

Deuxièmement, le gouvernement a renforcé les droits des actionnaires minoritaires, le rôle du conseil d'administration et la transparence comptable pour bien protéger les droits des actionnaires.

Troisièmement, le gouvernement a obligé les *chaebols* à recentrer leurs domaines d'activité et à ramener leur ratio d'endettement à 200%.

Quatrièmement, en ouvrant les marchés coréens aux capitaux étrangers, toutes les formes de fusion et d'acquisition ont été autorisées par le gouvernement.

En ce qui concerne la structure de propriété, la part des capitaux étrangers à la Bourse coréenne a fortement augmenté et cette montée en puissance des investisseurs étrangers pourrait améliorer la gouvernance des entreprises coréennes. Toutefois, la famille fondatrice des *chaebols* contrôle encore les entreprises affiliées par le biais de participations circulaires et la divergence entre la propriété et le contrôle demeure importante.

## Bibliographie

- Amsden A. (1997), « South Korea : Enterprising Groups and Entrepreneurial Government », in : Chandler A. et al.(ed.), *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge University Press, p.336-367
- Chan Ph. (1997), « Chaebols : les leçons d'une crise », *Mutations asiatiques*, n° 10
- Douglas R. (2000), « La Corée du Sud a-t-elle changé ? », *Mutations asiatiques*, n° 15/16
- Chang H-J., Park H-J. et Yoo C.G. (1998), « Interpreting the Korean Crisis: Financial Liberalisation, Industrial Policy and Corporate Governance », *Cambridge Journal of Economics*, Vol 22(6), p.735-746
- Chang S.J. et Hong J. (2000), « Economic performance of group-affiliated companies in Korea : Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.429-448
- Chung K et Wang Y. K. (2001), « Republic of Korea », in : Capulong V., Edwards D. et Zhuang J. (ed.), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Volume Two (Country Studies), Asia Development Bank, p.53-154
- Hwang I. (1999), *Chaebols' Diversification, Market Structure, and Aggregate Concentration*, Korea Economic Research Institute (en coréen)
- Jang H. (2002), « After the Economic Crisis: An Analysis of the Effects of Corporate Restructuring », in *Korean Business and Management*, Hollym, p.79-131
- Joh S. (2001), « Korean Corporate Governance and Firm Performance », *Working Paper*, Korea Development Institute, June
- Jwa S.H. (1999), *An Evolutionary Theory of Chaebol (La théorie évolutionniste appliquée aux Chaebols)*, Bibong Chulpansa (coréen)
- Kang C.K. (1999), *L'économie de la réforme des chaebols*, Dasanchulpansa (coréen)
- Kim I.J. et Hong U.H. (2000), « La république de Corée : le tigre dompté », *Revue internationale des sciences sociales*, UNESCO, n° 163, mars, p.71-88
- Nam I., Kim J-K., Kang Y., Joh S. et Kim J-I (1999), « Corporate Governance in

- Korea », *Conference on Corporate Governance in Asia : A Comparative Perspective*, OECD, March
- OCDE (1994), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- OCDE (1996), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- OCDE (1998), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- OCDE (1999), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- OCDE (2000), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- People's Solidarity for Participatory Democracy (1999), *Livre blanc sur les 5 premiers chaebols (1995-1997)*, Nanam (coréen)
- Pluchart J-J. (1999a), *La crise coréenne, Grandeur et décadence d'un modèle de performance*, L'Harmattan
- Pluchart J-J. (1999b), « Les trajectoires stratégiques des conglomérats coréens : Une approche empirique de la crise de 1997 », *Revue Gestion 2000*, 1, janvier-février, p.107-130
- Pluchart J-J. (2000a), « La crise de Daewoo ou la fin du grand univers », *Revue Française de Gestion*, mars-avril-mai, p.118-132
- Pluchart J-J. (2000b), « Corée du Sud : crise et renaissance d'un dragon », *Revue trimestrielle Géoéconomie*, n° 16, hiver 2000/2001, p.125-158
- Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press
- Williamson O.E. (1988), « Corporate Finance and Corporate Governance », *Journal of Finance*, Vol 43(3), July, p.567-591

Tableau 6. *Caractéristiques des grands groupes coréens (en 1997)*

Groupe	Participations internes(%)	Dont participation familiale(%)	Nombre de filiales	dont cotées	Nombre de branches	Nombre de filiales financières
1 Hyundai	56,2	14,6	57	20	39	5
2 Samsung	46,7	4,2	80	16	31	5
3 LG	40,1	6,1	49	11	28	2
4 Daewoo	38,3	7,1	30	10	26	6
5 SK	44,7	14,6	46	6	26	2
6 Ssangyong	42,0	4,5	25	11	32	3
7 Hanjin	41,4	21,1	24	9	26	3
8 Kia	30,6	21,0	26	6	17	1
9 Hanwha	33,0	6,3	31	7	26	4
10 Lotte	22,8	3,4	30	4	22	3
11 Kumho	40,1	2,3	26	4	19	1
12 Halla	49,5	19,0	18	4	17	1
13 Dongah	54,2	12,0	19	4	15	1
14 Doosan	49,7	13,8	25	8	27	2
15 Daelim	34,2	9,1	21	5	19	1
16 Hansol	37,3	4,1	23	7	16	2
17 Hyosung	44,9	14,2	18	2	16	0
18 Dongkuk	51,0	18,5	17	7	16	0
19 Jinro	45,8	17,5	24	4	16	5
20 Kolon	45,1	8,6	24	4	21	3
21 Kohap	39,4	8,6	13	3	11	0
22 Dongbu	47,8	14,6	34	6	18	0
23 Tongyang	50,1	6,1	24	4	17	2
24 Haitai	30,9	6,0	15	3	12	0
25 Newcore	98,7	36,4	18	0	7	0
26 Anam	42,0	10,0	21	2	15	4
27 Hanil	37,4	12,2	7	2	14	0
28 Keopyung	59,0	17,5	22	5	19	4
29 Miwon	52,5	16,3	25	5	15	2
30 Shinho	36,9	13,6	25	6	11	2
Moyenne	43,0	9,3	27,2	6,2	19,8	2,1
Total			817	185		64

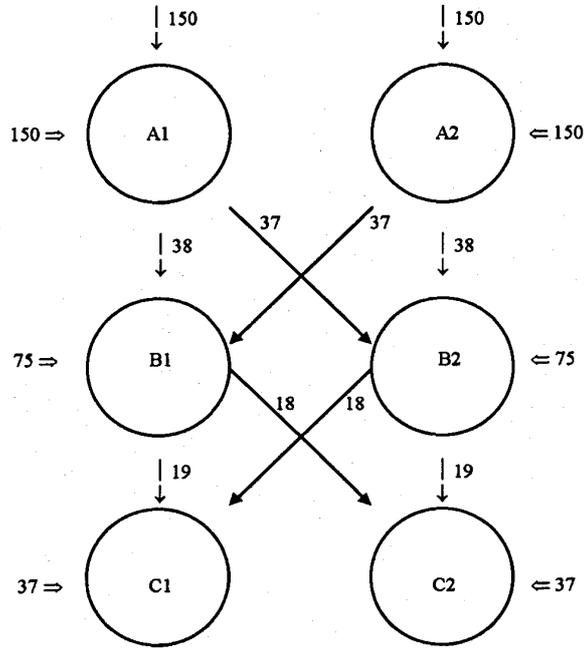
Source : Korea Fair Trade Commission

Tableau 8. Ratios d'endettement des 30 premiers groupes

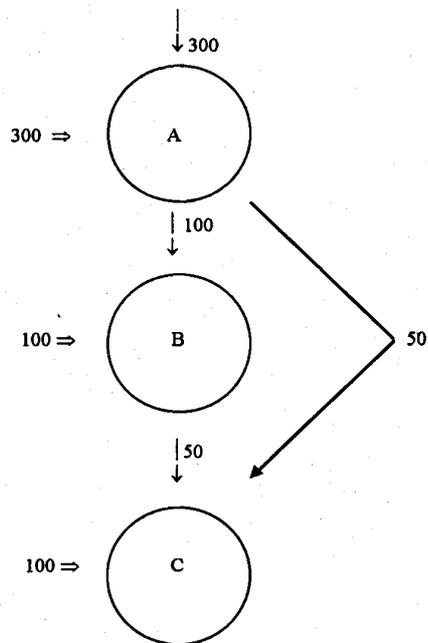
1995		1996		1997	
Groupe	Ratio	Groupe	Ratio	Groupe	Ratio
1. Hyundai	376,4	1. Hyundai	436,7	1. Hyundai	578,7
2. Samsung	205,8	2. Samsung	267,2	2. Samsung	370,9
3. LG	312,8	3. LG	346,5	3. Daewoo	472,0
4. Daewoo	336,5	4. Daewoo	337,5	4. LG	505,8
5. SK	343,3	5. SK	383,6	5. SK	468,0
6. Ssangyong	297,7	6. Ssangyong	409,4	6. Hanjin	907,8
7. Hanjin	621,7	7. Hanjin	556,6	7. Ssangyong	399,7
8. Kia	416,7	8. Kia	516,9	8. Hanwha	1214,7
9. Hanwha	620,4	9. Hanwha	751,4	9. Kumho	944,1
10. Lotte	175,5	10. Lotte	192,1	10. Dongah	359,9
11. Kumho	464,4	11. Kumho	477,6	11. Lotte	216,5
12. Doosan	622,1	12. Halla	2065,7	12. Halla	-1600,4
13. Daelim	385,1	13. Dongah	354,7	13. Daelim	513,6
14. Hanbo	674,9	14. Doosan	688,2	14. Doosan	590,3
15. Dongah	321,5	15. Daelim	423,2	15. Hansol	399,9
16. Halla	2855,3	16. Hansol	292,0	16. Hyosung	465,1
17. Hyosung	315,1	17. Hyosung	370,0	17. Kohap	472,1
18. Dongkuk	190,2	18. Dongkuk	218,5	18. Kolon	433,5
19. Jinro	2441,2	19. Jinro	3764,6	19. Dongkuk	323,8
20. Kolon	328,1	20. Kolon	317,8	20. Dongbu	338,4
21. Tongyang	278,8	21. Kohap	590,5	21. Anam	1498,5
22. Hansol	313,3	22. Dongbu	261,8	22. Jinro	-893,5
23. Dongbu	328,3	23. Tongyang	307,8	23. Tongyang	404,3
24. Kohap	572,0	24. Haitai	658,5	24. Haitai	1501,3
25. Haitai	506,1	25. Newcore	1225,6	25. Shinho	676,8
26. Sammi	3244,6	26. Anam	478,5	26. Daesang	647,9
27. Hanil	936,2	27. Hanil	576,8	27. Newcore	1784,1
28. Kukdong	471,2	28. Keopyung	347,6	28. Keopyung	438,1
29. Newcore	924,0	29. Daesang	416,9	29. Kangwon	375,0
30. Byucksan	486,0	30. Shinho	490,9	30. Saehan	419,3
Total	347,5	Total	386,5	Total	519,0

Source : KFTC

Figure 2. *Types de participations*



participations croisées



participations à double voie

Figure 3. Organisation du groupe Samsung (en 1997)

Source : D'après People's Solidarity for Participatory Democracy (1999), Chang et Hong (2000) et Amsden (1997). Nous montrons ici certaines firmes de principaux secteurs du groupe Samsung qui constitue 61-80 entreprises affiliées selon la Commission coréenne de la concurrence.

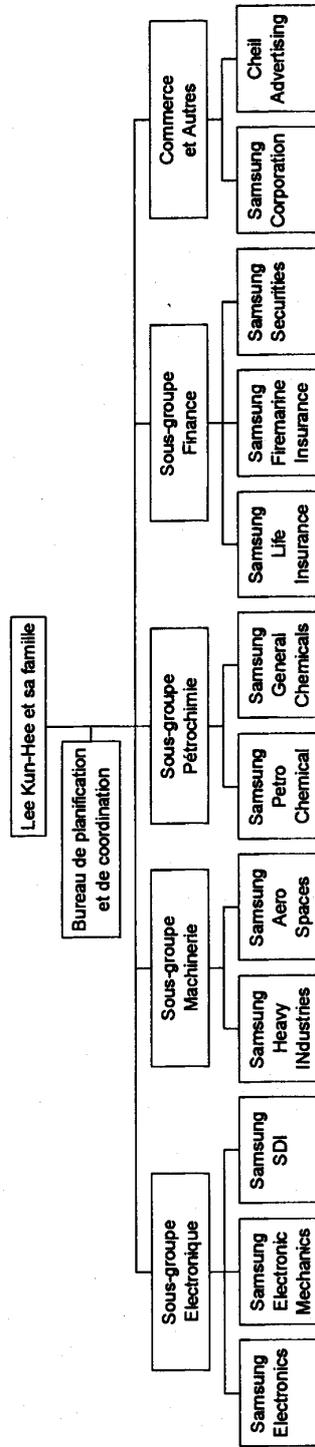


Figure 4. *Processus de la crise coréenne*

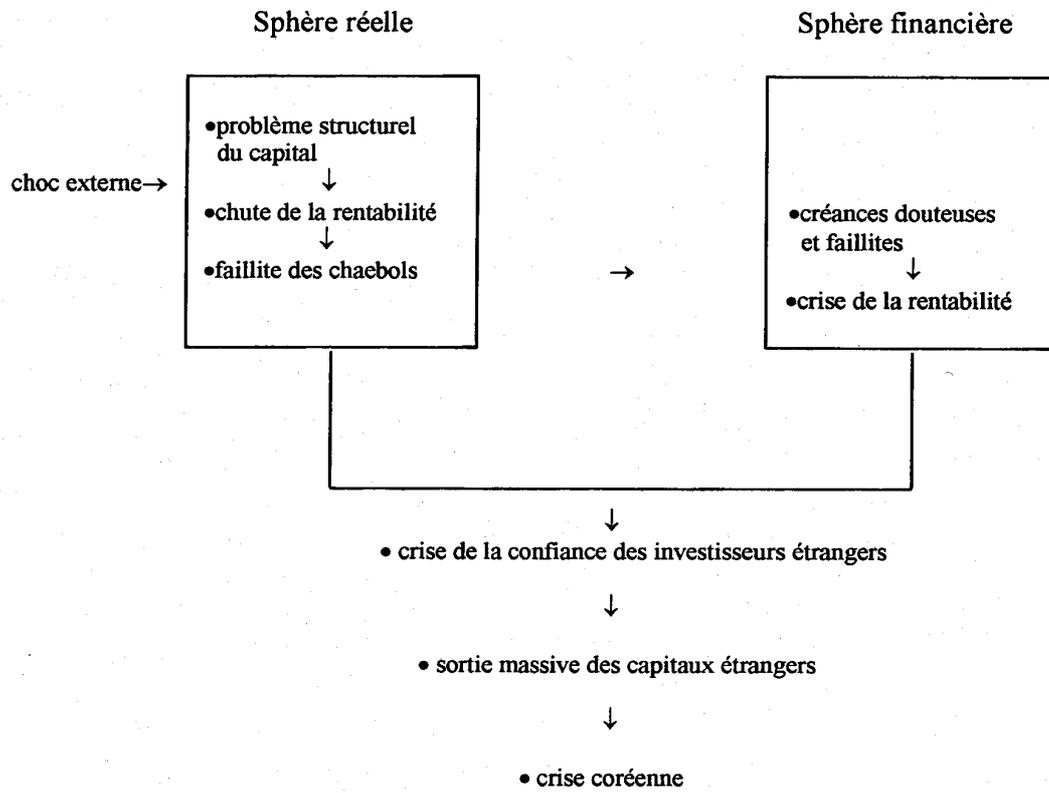
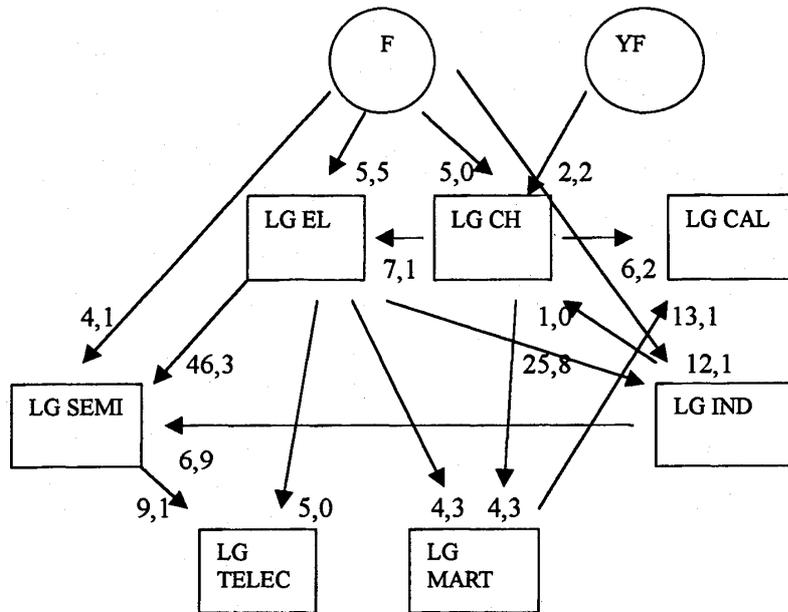


Figure 5. Structure du groupe LG (1997, % de capital)

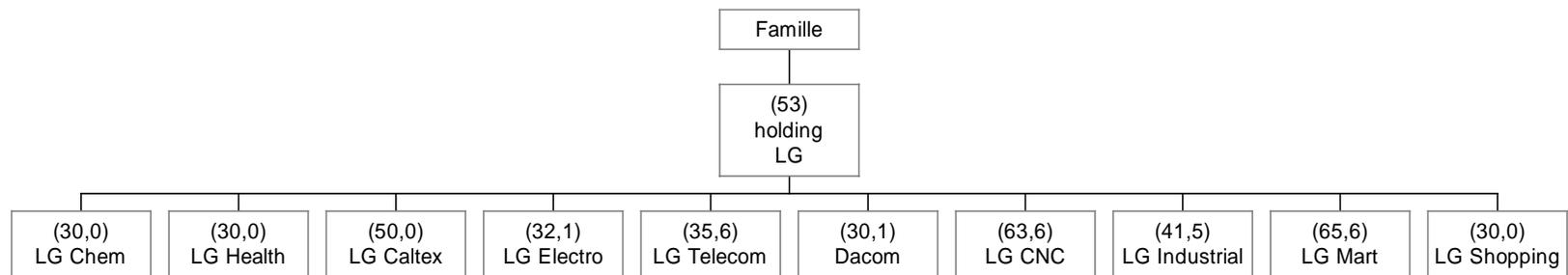


F : Famille, YF : Yeonam Foundation, LG EL : LG Electronics, LG CH : LG Chemical, LG CAL : LG Caltex Oil, LG SEMI : LG Semiconductor, LG IND : LG Industrial Systems, LG TELEC : LG Telecom, LG MART : LG Mart

Source : D'après People's Solidarity for Participatory Democracy (1999).

Figure 6. *Structure du groupe LG (mars 2003)*

source : Sisa Journal, N°702, 2003. Les parenthèses sont les pourcentages du capital.





## Chapitre 2

# Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens

Selon Shleifer et Vishny (1997), la gouvernance d'entreprise est définie comme « les moyens par lesquels les fournisseurs de capitaux de l'entreprise peuvent s'assurer de la rentabilité de leur investissement ». À cet égard, la structure de propriété apparaît comme une variable susceptible d'exercer une influence déterminante sur le contrôle des dirigeants. La plupart des travaux ont considéré deux types de structures : la structure actionnariale dispersée (Dispersed Ownership Structure : DO) et la structure actionnariale concentrée (Concentrated Ownership Structure : CO).

Dans la structure actionnariale dispersée, le dirigeant, libéré du contrôle des actionnaires en raison d'un problème de passager clandestin (*free riding*) et des coûts élevés d'organisation, est incité à poursuivre ses intérêts aux dépens des actionnaires.

En revanche, dans la structure actionnariale concentrée, les actionnaires dominants contrôlent facilement et directement le dirigeant. Cette structure peut diminuer les coûts d'agence provoqués par l'opportunisme du dirigeant professionnel et améliorer la performance, mais les actionnaires dominants risquent d'exercer leur pouvoir discrétionnaire au détriment des intérêts des actionnaires minoritaires (Shleifer et Vishny, 1997).

En réalité, il existe un troisième type de structure actionnariale : la structure à contrôle minoritaire (*Controlling-Minority Structure* : CMS) (Bebchuk et al., 1999 ;

Claessens et *al.*, 1999, 2000a et 2000b ; La Porta et *al.*, 1999), dans laquelle les actionnaires minoritaires contrôlent leur entreprise avec une faible part de propriété par le biais des participations croisées, de la structure pyramidale et des actions à droits de vote différenciés. Dans ce cas, les droits de contrôle des actionnaires ne correspondent pas à leurs droits aux flux de trésorerie. En réalité, certains actionnaires ne détiennent qu'une partie des droits de propriété (le droit de recevoir les revenus ou *fructus*), alors que les autres cumulent l'ensemble des droits attachés à la propriété (*usus, fructus et abusus*) (Amann, 1999 ; Coriat et Weinstein, 1995), c'est-à-dire, outre le droit de percevoir les revenus, celui de gérer et de céder tout ou partie de l'entreprise. La structure à contrôle minoritaire qui ne possède pas de systèmes limitant le pouvoir discrétionnaire des dirigeants et des actionnaires dominants, est susceptible de cumuler les inconvénients de la structure actionnariale dispersée et de la structure actionnariale concentrée. Les actionnaires dominants s'approprient les bénéfices de leurs décisions au lieu de les internaliser et de les partager. Les coûts de l'aléa moral sont accrus (Bebchuk et *al.*, 1999). Dans cette structure, le problème d'agence classique est transformé en un conflit d'intérêts entre les actionnaires dominants internes (*insiders*) et les actionnaires minoritaires externes (*outsiders*) (Hamon, 2001).

La structure de propriété des groupes coréens (*chaebol*) appartient à ce troisième type d'actionnariat. Le chef du *chaebol* et sa famille, qui détiennent un faible pourcentage de capital, gouvernent toutes les entreprises affiliées au moyen de participations circulaires, de structures de propriété pyramidales et d'émissions d'actions privilégiées. De même, les membres de la famille gèrent directement des filiales importantes. Il n'existe pratiquement pas de mécanisme externe de gouvernance susceptible de contrôler la gestion du *chaebol* par la famille, et les dirigeants, soit familiaux, soit professionnels, sont confrontés à une structure d'incitation qui les conduit à privilégier les intérêts de la famille du *chaebol*.

L'objectif de notre étude est d'analyser théoriquement et empiriquement l'impact de la structure actionnariale des groupes coréens, de type structure à contrôle minoritaire, sur leur performance, c'est-à-dire de vérifier si la possibilité, pour les familles dirigeantes, de s'octroyer des bénéfices privés dans ce type de structure, influe sur la performance. C'est la raison pour laquelle nous avons retenu une définition de la gouvernance centrée sur le point de vue des investisseurs.

Sur un échantillon de 29 groupes coréens et pour la période de 1990 à 1996, nous testons la thèse de Bebchuk et *al.* (1999) selon laquelle, dans la structure à contrôle minoritaire, plus le capital détenu par l'actionnaire dominant est faible, plus la probabilité que cet actionnaire adopte une stratégie de diversification inefficace est forte, ce qui influe négativement sur la performance. Nous analysons également la relation non linéaire propriété-performance telle que Morck et *al.* (1988) l'ont développée.

Dans la section 1, nous analysons théoriquement la relation propriété-performance issue des caractères de la structure actionnariale des groupes coréens. La section 2 décrit la base de données utilisée dans notre étude. Dans la section 3, nous analysons empiriquement l'impact de la structure de propriété sur la performance et nous discutons les résultats.

## **1. Modélisation de la relation propriété-performance dans le cas coréen**

Dans cette section, nous présentons la structure de l'actionnariat spécifique aux *chaebols* pour mettre en place les hypothèses.

### ***1.1. Caractères de la structure de l'actionnariat des groupes coréens***

La propriété directe des *chaebols* par la famille est relativement limitée (environ 10% en 1997). Les participations internes entre les entreprises affiliées (plus de 30% en 1997) permettent aux familles des *chaebols* de contrôler des entreprises (tableau 1). Le pourcentage de capital détenu par la famille et par les filiales continue à diminuer. Bien que les banques et les autres institutions financières détiennent une part importante du capital, elles n'influent pas sur la gouvernance d'entreprise parce que jusqu'à présent leur droit de vote a été réglementé.

Tableau 1. *Part de propriété intra-groupe des 30 plus grands chaebols*

(unité %)

Année	1987	1990	1994	1997
Détention intra-groupe	56,2	45,4	42,7	43,0
Dont familles	15,8	13,7	9,6	9,3
Dont participations internes	40,4	31,7	33,1	33,7

Source : Korea Fair Trade Commission

Les profils de l'actionnariat intra-groupe des 5 premiers *chaebols* sont résumés dans le tableau 2. En moyenne, les familles, qui ne détiennent directement que 6,1% du capital, contrôlent 37% du capital de leurs groupes.

On note que les pourcentages d'auto-contrôle sont faibles, notamment par rapport aux entreprises françaises (3,1% en 1997). Le rachat par une entreprise de ses propres titres peut être utilisé pour défendre la direction. Cependant, l'auto-contrôle a été réglementé avant la crise financière (limité à 5% du capital en 1996). Après la crise financière, la limite de l'auto-contrôle a été supprimée. Comme en France, les actions d'auto-contrôle sont privées de droits de vote (People's Solidarity for Participatory Democracy, 1999).

Tableau 2. *Profil de l'actionnariat intra-groupe des 5 premiers chaebols* (unité %, en 1997)

	Famille	Fondation d'utilité publique	Cadres	Firmes affiliées	auto- contrôle	Total
Hyundai	13,8	0,6	0,1	28,5	2,2	45,2
Samsung	4,2	0,6	3,5	25,9	2,2	36,5
Daewoo	2,6	2,5	0,3	25,2	1,4	32,1
LG	4,1	0,3	-	31,1	0,3	35,7
SK	4,6	0,2	0,3	23,3	1,6	30,0
Moyenne	6,1	0,9	1,1	27,7	1,6	37,4

Source : People's Solidarity for Participatory Democracy<sup>1</sup> (1999)

Plusieurs procédés permettent aux familles fondatrices de conserver le pouvoir de contrôle sur les entreprises du *chaebol* bien que ces familles soient minoritaires dans le capital. Elles contrôlent le capital des entreprises affiliées par diverses méthodes.

<sup>1</sup> Organisation non gouvernementale coréenne

Premièrement, la fondation<sup>2</sup> constituée par le *chaebol*, possède des actions des firmes affiliées. La proportion détenue par la fondation n'est pas élevée en moyenne (0,9%), mais cette fondation détient une part du capital des firmes affiliées importantes dans la structure de propriété du groupe. Cette part du capital peut être considérée comme celle de la famille à la tête du *chaebol*, car le conseil d'administration de la fondation est dans les mains de la famille.

Deuxièmement, la propriété du *chaebol* se concentre sur un petit nombre de firmes affiliées qui jouent un rôle de « *holding company* »<sup>3</sup>. La famille de *chaebol* peut contrôler ses filiales à 100% par le biais de ces « *holding companies* ».

Troisièmement, dans la situation actuelle où les participations réciproques ne sont pas admises, les *chaebols* peuvent garder un pouvoir important par le biais des participations circulaires.

La structure actionnariale du groupe *Samsung*, le deuxième groupe en Corée est un bon exemple de ce type de réseau de propriété. La famille du fondateur du groupe *Samsung* ne détenant directement que 4,2% du capital de son groupe (tableau 2), peut exercer 36,5% des droits de contrôle par le biais du capital fictif venu des participations internes entre les firmes affiliées (32,3%) et contrôler réellement toutes ses filiales. Le pourcentage de capital du groupe possédé par la fondation (*Samsung Culture Foundation*) n'est que de 0,6%, mais cette fondation détient une part importante du capital de *Samsung Life Co.* (5%) qui joue un rôle de *holding company*. La figure 1 met en évidence la structure de propriété du groupe *Samsung* bâti autour de *Samsung Electronics*. Alors que la famille détient directement 5,4% du capital de cette entreprise, elle contrôle 20,2% du capital à travers *Samsung Life*.

Dans le cas des 5 premiers *chaebols*, le pourcentage de capital possédé directement et indirectement par la famille fondatrice excède 30%. De plus, la part de capital que la famille ne détient pas est dispersée entre les actionnaires minoritaires qui ne participent pas à l'assemblée générale. Cette structure de répartition du capital renforce la

---

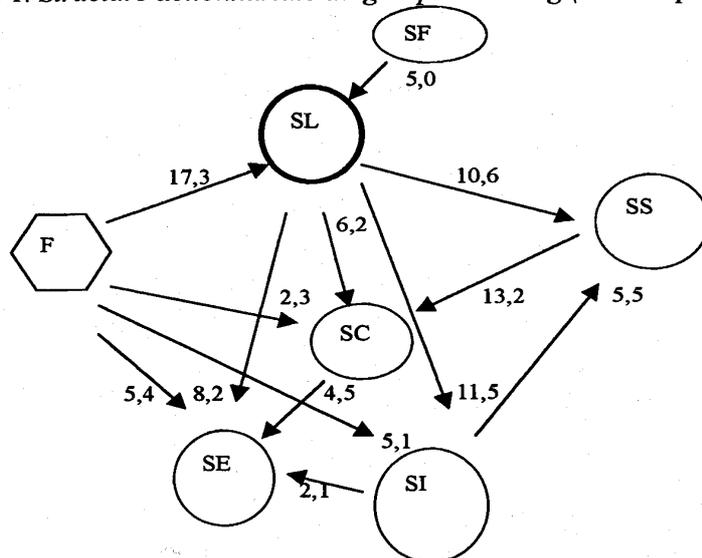
<sup>2</sup> Les *chaebols* créent des fondations culturelles (musée, théâtre, etc.) et éducatives (université, lycée, etc.) dans le but d'améliorer leur image, mais ils les utilisent souvent comme moyen de gérer les successions, de gouverner les filiales et en vue d'éviter la taxe successorale. Cette fondation est comparable à la fondation hollandaise qui permet d'assurer une défense adéquate des intérêts des dirigeants. En Hollande, il est possible d'émettre des actions prioritaires au profit d'une fondation contrôlée par les dirigeants et qui a le droit exclusif de nommer les dirigeants, et de changer les statuts (Hamon, 2001).

<sup>3</sup> En Corée, la *holding company* n'a été reconnue que récemment (avril 1999).

domination du *chaebol* sur ses filiales, et la famille est quasiment à l'abri d'une action collective et coordonnée des actionnaires minoritaires. La famille du fondateur peut faire adopter ses décisions facilement, y compris la nomination des administrateurs. Le pouvoir de gestion du *chaebol* est donc absolu à l'intérieur. Le mécanisme externe qui discipline la famille dirigeante est parfaitement neutralisé car la menace d'une prise de contrôle hostile est inexistante en raison du développement insuffisant des marchés financiers. Finalement le modèle de gouvernance des entreprises coréennes constitue un cas où la famille détenant une part relativement limitée de capital, contrôle les entreprises à l'aide des participations entre les entreprises affiliées sans avoir à subir de contraintes, ni externes (caractère du modèle anglo-saxon) ni internes (caractère du modèle germano-nippon).

La structure de propriété, élément essentiel de la gouvernance d'entreprise, influe sur l'efficacité de l'entreprise. Dans la structure de gouvernance des entreprises coréennes où le contrôle d'une entreprise est distinct de la propriété, l'efficacité d'une entreprise peut être compromise lorsque le *chaebol* est géré en fonction des intérêts de la famille.

Figure 1. Structure actionnariale du groupe Samsung (% de capital, en 1997)



F : Famille, SF : Samsung Foundation, SL : Samsung Life, SE : Samsung Electronics, SS : Samsung Security, SC : Samsung Corporations, SI : Samsung Insurance  
 Source : D'après People's Solidarity for Participatory Democracy (1999).

## 1.2. Hypothèses

Dans le problème d'agence issu des conflits d'intérêts entre le dirigeant et les actionnaires, les comportements opportunistes du dirigeant provoquant des coûts d'agence influent sur la performance de l'entreprise. Les études concernant la relation structure de propriété-performance se concentrent sur la question de savoir si la concentration actionnariale améliore la performance de l'entreprise.

Dans la théorie de l'agence, la performance est une fonction positive de la concentration actionnariale puisque les grands actionnaires sont motivés et capables de surveiller les dirigeants. Cependant, la relation entre la concentration actionnariale et la performance est différente selon les systèmes nationaux de gouvernance d'entreprise (Depret et Hamdouch, 2005). Le lien positif n'est applicable qu'au cas des pays anglo-saxons caractérisés par un contrôle externe fort et un contrôle interne faible (Gedajlovic et Shapiro, 1998).

De plus, dans l'entreprise familiale définie comme une entreprise détenue et dirigée par un ou plusieurs membres d'une ou plusieurs familles<sup>4</sup> (Allouche et Amann, 1998, 2002) si nous identifions le dirigeant avec l'actionnaire dominant (l'actionnaire dirigeant), la liaison entre l'actionnariat managérial (*management ownership*) et la performance est formalisée de différentes manières. On peut distinguer trois conceptions principales : la thèse de la convergence d'intérêts, la thèse de l'enracinement et la thèse de la neutralité (Morck et *al.*, 1988 ; Charreaux, 1997). Selon la première thèse, les intérêts des dirigeants s'alignent sur l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur lorsque le pourcentage de capital détenu par les dirigeants est important (Charreaux, 1997). Il existe donc une relation positive entre l'actionnariat managérial et la performance. Par contre, la deuxième thèse soutient que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital, échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur (Charreaux, 1997). Dans ces conditions, la valeur peut être négativement influencée dans certaines zones de

---

<sup>4</sup> Dans l'analyse d'Hirigoyen et Poulain-Rehm (2002), l'entreprise familiale est définie comme une entreprise dont 20% au moins du capital est contrôlé directement ou indirectement par une ou plusieurs personnes physiques appartenant à une même famille.

propriété managériale élevée (Morck et *al.*, 1988). Selon la thèse de la neutralité, la structure de propriété est déterminée en fonction des conditions externes entourant la firme. L'actionnariat, étant endogène, n'exercerait pas d'influence sur la performance (Demsetz et Lehn, 1985).

Dans le cas coréen caractérisé par le conflit d'intérêts entre actionnaire familial et actionnaires minoritaires, l'actionnaire familial et le dirigeant sont confondus, si bien que la relation concentration actionnariale-performance dépend de la probabilité que l'actionnaire familial adopte un comportement opportuniste compte tenu du montant qu'il a investi dans le capital du groupe.

Avant de modéliser la relation actionnariat-performance, nous définissons les bénéfices privés du contrôle, car en l'absence de ces bénéfices, la divergence entre la propriété et le contrôle ne pose pas réellement de problème. Les bénéfices privés se définissent comme l'ensemble des avantages, non proportionnels à la participation au capital, dont les actionnaires exerçant le contrôle peuvent bénéficier par rapport aux actionnaires minoritaires (Hamon, 2001 ; Le Maux, 2003). Ils prennent de multiples formes, pécuniaires ou non pécuniaires (vol, abus de biens sociaux, réputation, sur-rémunération des dirigeants, cession interne à prix minoré ou majoré, surinvestissement).

À présent, nous analysons théoriquement la liaison structure de propriété-performance à l'aide du travail de Bebchuk et *al.* (1999). Dans deux contextes, nous expliquons comment la probabilité que l'actionnaire dominant choisisse le comportement opportuniste pour servir ses propres intérêts aux dépens des intérêts globaux de l'entreprise, est influencée par sa part du capital.

Premièrement, supposons que l'actionnaire de contrôle choisit un projet parmi deux possibles. S'il n'existe pas de bénéfices privés du contrôle, l'actionnaire dominant choisira un projet en comparant les valeurs des deux projets. Supposons maintenant que le projet X produit la valeur totale  $V_x$ , mais l'actionnaire dominant spolie les bénéfices ( $B_x$ ) en utilisant son pouvoir de contrôle, ce qui entraîne des coûts pour l'entreprise. La diminution de la valeur ( $V_x$ ) du fait de ces coûts entraîne la diminution de la part de l'actionnaire dominant  $\alpha(V_x - B_x)$ , avec  $\alpha$  représentant le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire dominant. Dans ce cas, celui-ci obtient  $\alpha(V_x - B_x) + B_x$  pour un projet

X.

De la même façon, il obtient  $\alpha(V_y - B_y) + B_y$  pour l'autre projet Y. L'actionnaire dominant pourrait choisir le projet ayant moins de valeur, mais plus de bénéfices privés du contrôle selon sa part du capital ( $\alpha$ ). Supposons que  $V_x < V_y$  mais  $B_x > B_y$ . L'actionnaire dominant choisit le projet X si

$$\alpha(V_x - B_x) + B_x > \alpha(V_y - B_y) + B_y$$

$$V_y < V_x + [(1-\alpha)/\alpha] \Delta B \text{ où } \Delta B = B_x - B_y$$

Si  $\Delta B > 0$ , bien que  $V_x < V_y$ , il choisit le projet X dans le cas où

$$V_x < V_y < V_x + [(1-\alpha)/\alpha] \Delta B$$

La portée des décisions inefficaces dépend des valeurs de  $\alpha$  et de  $\Delta B$ . Quand  $\alpha$  diminue, la probabilité que l'actionnaire dominant choisisse le projet X augmente. Plus la part de propriété de l'actionnaire dominant est faible, plus la probabilité d'un comportement opportuniste de l'actionnaire dominant est élevée ce qui réduit la performance. Par conséquent, la performance de la firme a un rapport positif avec le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire dominant.

Nous supposons que la probabilité d'un comportement opportuniste de l'actionnaire dominant diminue et que la performance s'accroît quand sa part de propriété augmente (hypothèse 1).

Deuxièmement, nous examinons l'impact de la structure actionnariale sur la performance à travers la diversification. Dans la structure à contrôle minoritaire, la part du capital ( $\alpha$ ) détenue par l'actionnaire dominant influe sur les coûts d'agence *via* le processus de décision en matière de diversification.

Supposons qu'une entreprise veuille acquérir des actifs d'une autre entreprise. L'actionnaire dominant comparera ses bénéfices avec le prix de cette acquisition. Si tous les actionnaires partagent également les bénéfices, l'actionnaire dominant comparera seulement la valeur des actifs (V) et le prix (P) qui, sinon, devrait être distribué aux

actionnaires sous forme de dividende. Si  $V > P$ , il fait acquérir ces actifs par sa firme.

Quand il existe des bénéfices privés du contrôle (B), la valeur (la part publique) que les actionnaires peuvent partager selon leur participation au capital est de  $(V-B)$ . L'actionnaire dominant obtient donc  $\alpha(V-B)+B$  et paie  $\alpha P$  pour les actifs. Dans cette situation, l'actionnaire dominant fait acquérir les actifs par sa firme si

$$\alpha(V-B)+B > \alpha P$$

Si les bénéfices de l'actionnaire dominant ( $\alpha(V-B)+B$ ), du fait de la diversification, sont plus importants que les dividendes ( $\alpha P$ ), l'actionnaire dominant agrandit la taille de la firme en renonçant aux dividendes. Dans ce cas, la décision de croissance externe prise par l'actionnaire dominant peut être biaisée à cause de l'existence des bénéfices privés du contrôle.

Si  $B=0$ , l'actionnaire dominant fait acquérir les actifs par la firme dans le cas où  $V > P$ .

Si  $B > 0$ , bien que  $V < P$ , il le fait aussi dans le cas où

$$P < V + [(1-\alpha)/\alpha]B$$

Si  $P$  se situe entre  $V$  et  $V + [(1-\alpha)/\alpha]B$ , la décision de l'actionnaire dominant de faire croître l'entreprise sera inefficente.

$$V < P < V + [(1-\alpha)/\alpha]B$$

La portée des décisions inefficentes dépend des valeurs de  $\alpha$  et de  $B$ . Plus  $B$  est grand ou plus  $\alpha$  est petit, plus l'actionnaire dominant décide d'agrandir excessivement la firme. Cette décision entraînerait l'augmentation des coûts d'agence et la diminution du profit.

Nous appliquons cette analyse au cas des groupes coréens dont la structure de l'actionnariat ressemble à la structure à contrôle minoritaire. La famille du *chaebol* contrôle ses entreprises avec une petite part de propriété au moyen de la structure

pyramidale, des participations circulaires et des actions à droits de vote différenciés. Nous remplaçons la part des droits aux flux de richesse de l'actionnaire dominant ( $\alpha$ ) par le pourcentage de capital directement détenu par la famille (OWNF). Nous supposons que plus ce pourcentage est faible, plus le groupe se diversifie et moins il est rentable (hypothèse 2).

Les hypothèses sont établies suivant cette logique. La part de propriété familiale influe directement et indirectement sur la performance.

H1 : La part de propriété familiale influe positivement sur la performance.

H2 : La part de propriété familiale influe positivement sur la performance à travers la diversification.

Ayant mis en place les hypothèses, nous présentons la méthodologie adoptée pour les tester.

## **2. Méthodologie**

Dans cette section, nous détaillons la composition de l'échantillon des groupes coréens et définissons les variables.

### ***2.1. Composition de l'échantillon***

Cette analyse utilise deux bases de données relatives aux groupes industriels coréens, l'une développée par *Korea Information Service* et l'autre par *Korea Fair Trade*

*Commission*. L'échantillon comprend 29 des 30 plus grands groupes selon le classement de la *Korea Fair Trade Commission* en 1995<sup>5</sup>. Les 30 premiers groupes, occupant une position très importante dans l'économie coréenne, contiennent 613 firmes (20,4 firmes en moyenne) cotées et non cotées en 1995. Nous choisissons une durée de 7 ans, du commencement de la mondialisation (en 1990) à la veille de la crise financière (en 1996). Le choix de cette période d'étude est motivé par notre ambition de contribuer à apprécier les effets de la gouvernance d'entreprise coréenne, très critiquée et considérée comme une des causes de la crise financière de 1997, sur la performance.

## **2.2. Définition et opérationnalisation des variables**

Nous explicitons tout d'abord la définition des variables dépendantes puis celle des variables explicatives.

- *Performance (ROA, ROIC, ROS)*

Plusieurs indicateurs (taux de rentabilité, taux de croissance, taux de marge, etc.) peuvent rendre compte de la performance de la firme (Charreaux, 1997). Dans cette étude, nous retenons le retour sur actif (ROA : *Return On Assets*), la rentabilité économique (ROIC : *Return On Invested Capital*) et le taux de marge (ROS : *Return On Sales*) comme variables dépendantes représentatives de performance. Ce choix d'indicateurs comptables de performance est imposé par le fait que les groupes en tant que tels ne sont pas cotés. Le ROA est mesuré par le ratio bénéfices nets consolidés avant impôts sur actifs consolidés. Pour calculer le ROIC, le numérateur approprié est la somme des résultats nets consolidés et des charges financières consolidées. Le dénominateur correspondant est la valeur comptable des actifs consolidés (Chang et Hong, 2000 ; Chang, 2001). Nous pensons que ces deux indicateurs représentent mieux la performance des groupes coréens que la rentabilité financière (ROE : *Return On Equity*) parce que la performance des groupes coréens surendettés peut être surévaluée. Le ROS est mesuré par le rapport entre les bénéfices nets consolidés avant impôts et le

---

<sup>5</sup> KFTC classe et surveille les 30 plus grands groupes coréens et annonce leurs informations chaque année. Nous ne retenons pas le groupe *Kia* dans notre échantillon car il n'est pas contrôlé familialement.

chiffre d'affaires consolidé.

- *Actionnariat familial (OWNF)*

Identifiant l'actionnaire dominant avec l'actionnaire familial, nous retenons le pourcentage de capital directement détenu par la famille en tant que variable représentative de la structure actionnariale. Dans les études concernant l'impact de l'actionnariat sur la performance dans un contexte de structure à contrôle minoritaire où la propriété ne correspond pas au contrôle, la différence entre les droits de vote (contrôle) et les droits aux flux de trésorerie (propriété) des actionnaires de contrôle est utilisée comme variable représentative de l'actionnariat (Claessens et *al.*, 1999 et 2000b ; Joh, 2003). Dans cette étude, ainsi que nous l'avons mentionné dans la section précédente, nous prenons la part de la propriété familiale directe comme variable représentative de l'actionnariat pour analyser la possibilité d'un comportement opportuniste qui serait liée aux investissements de l'actionnaire de contrôle. Nous la calculons en sommant les pourcentages de capital détenu par le chef du groupe, sa famille et les cadres dirigeants<sup>6</sup> du groupe dans les informations sur la structure actionnariale que *Korea Fair Trade Commission* publie chaque année.

- *Diversification (DIV)*

Nous mesurons la diversification au moyen de l'indice d'entropie, proposé par Jacquemin et Berry. Quand une firme est engagée dans N industries, la mesure de l'entropie de la diversification totale (DT) se définit de la façon suivante (Palepu, 1985) :

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \ln (1/P_i)$$

où  $P_i$  représente la part de la  $i$ ème industrie dans le chiffre d'affaires de la firme.

La diversification totale représente la moyenne pondérée de la part des industries dans le chiffre d'affaires total de la firme.

---

<sup>6</sup> Nous incluons la part des cadres dirigeants car ils sont dépendants de la famille et aligneront leur comportement sur celui du chef de groupe.

Les groupes industriels coréens sont organisés suivant une structure multidivisionnelle (la structure de *M-form*) dans laquelle une firme affiliée fonctionne comme une division opérationnelle. Nous supposons que chaque firme du groupe se spécialise dans une seule industrie, bien que dans la réalité une firme puisse s'engager marginalement dans des industries différentes.

Plusieurs études prétendent que les groupes diversifiés dans les pays en développement peuvent pallier le défaut de marché en créant un marché interne (Ghemawat et Khanna, 1998 ; Khanna, 2000 ; Khanna et Palepu, 1997 et 2000). Cependant, quand l'économie se développe, le marché interne devient inefficace du point de vue de l'allocation optimale des ressources et les avantages de la stratégie de diversification diminuent (Hoskisson et Turk, 1990 ; Joh, 2003). Un lien positif entre diversification et performance est trouvé dans les études menées sur les entreprises coréennes (Chang et Hong, 2000 ; Hong et Whang, 1997 ; Hwang, 1999 et 2000 ; Hwang et Seo, 2000). Ce résultat n'apparaît pas dans les études menées sur les entreprises des pays développés. Pour cette raison, nous formons l'hypothèse qu'il existe une relation positive entre le degré de diversification et la performance.

- *Variables de contrôle*

Nous retenons la taille du groupe, la publicité et la dette en tant que variables de contrôle. Ces trois variables sont évaluées à partir des montants consolidés. La taille du groupe est incluse comme un indicateur des économies d'échelle et d'envergure. Si ces économies existent dans les activités du groupe, nous devons nous attendre à une relation positive entre la performance et la taille de groupe. La variable de la taille du groupe (ASSETS) est mesurée par le logarithme de l'actif total du groupe (Gedajlovic et Shapiro, 1998 et 2002 ; Joh, 2003).

Nous considérons deux variables (la publicité et la dette) comme des variables représentatives des ressources, bien que, dans cette étude, nous n'insistions pas sur l'impact des ressources stratégiques sur la performance. Les investissements en ressources intangibles améliorent l'image du groupe, ce qui influe positivement sur la performance. La variable de publicité (AD) est mesurée par le montant des dépenses de publicité sur le chiffre d'affaires (Chang et Hong, 2000). Après la crise financière de 1997, les groupes coréens ont été critiqués pour leur surendettement qui a provoqué la

faillite de certains groupes. Une dette excessive contraint l'accès du groupe à des ressources financières nouvelles, ce qui suggère un lien négatif avec la performance. La variable de dette (DEBT) est mesurée par le rapport entre les dettes totales et les capitaux propres (Chang et Hong, 2000 ; Gedajlovic et Shapiro, 2002).

### 3. Analyse empirique et résultats

Dans cette section, nous effectuons trois analyses empiriques du lien structure de propriété-performance : l'impact direct de propriété sur la performance (3.1), les effets de l'actionnariat à travers la diversification (3.2) et la relation non linéaire (3.3). Le résumé des résultats sur le sens attendu et obtenu est présenté dans le tableau 3.

Tableau 3. *Résultats synthétiques des régressions*

Variable	Résultats attendus	Résultats obtenus
OWNF	+	0
DIV	+	+
OWNF*DIV	+	0
ASSETS	+	-
AD	+	+
DEBT	-	-

Note : Pour les sens attendus : +: relation positive, - : relation négative.

Pour les sens obtenus : +: le coefficient est positif et statistiquement significatif, - : le coefficient est négatif et statistiquement significatif, 0 : le coefficient n'est pas statistiquement significatif.

#### 3.1. *Impact de la concentration actionnariale sur la performance*

Nous analysons tout d'abord l'impact de l'actionnariat sur la performance avec les modèles linéaires sans considération de l'interaction actionnariat-diversification. Les résultats des régressions avec les différents indicateurs de performance sont identiques (tableau 4). Dans aucun cas, nous n'avons pas trouvé de lien entre la concentration de la

propriété familiale et la performance. Les coefficients de OWNF sont négatifs, mais non significatifs, ce qui ressemble aux cas du Royaume-Uni, de la France et du Canada dans l'étude de Gedajlovic et Shapiro (1998). Ces résultats ne satisfaisant pas l'hypothèse 1 telle que nous l'avons suggérée, peuvent être interprétés comme une validation de la thèse de la neutralité évoquée dans les analyses de Charreaux (1997) et de Demsetz et Lehn (1985), selon laquelle toutes les structures de propriété variant systématiquement de façon à être compatibles avec l'objectif de maximisation de valeur, sont équivalentes. Allouche et Amann (1998, 2002) montrent que la domination des entreprises familiales répandue dans le monde ne peut pas être expliquée par la seule structure de propriété, et essaient d'expliquer la supériorité des entreprises familiales par d'autres facteurs comme la confiance dont les entreprises non familiales ne bénéficient pas autant.

La diversification du groupe influe positivement sur la performance. Ce résultat est conforme à ceux des études précédentes sur la Corée. Il montre que la diversification reste encore une stratégie qui augmente la valeur des groupes coréens avant la crise financière de 1997.

Dans les variables de contrôle, le coefficient de la taille du groupe (ASSETS) est négatif. Une relation négative entre la performance et la taille de la firme est souvent trouvée dans les études concernant des firmes, soit occidentales, soit asiatiques (Chang et Hong, 2000 ; Charreaux, 1997 ; Claessens et *al.*, 2000b ; Gedajlovic et Shapiro, 1998 et 2002 ; Hwang, 1999 ; Lins et Servaes, 1999). Ici, il est difficile de confirmer la présence des économies d'échelle et d'envergure.

La publicité (AD) a un rapport positif avec la performance. L'effet d'image que la publicité apporte à l'ensemble du groupe est important, ce qui influe positivement sur la performance du groupe. Le coefficient de la dette (DEBT) est négatif comme nous l'avons suggéré. Une dette excessive, équivalente à plus de sept fois les capitaux propres en moyenne dans notre échantillon, contraint l'accès aux ressources financières et, finalement, dégrade la performance du groupe.

Tableau 4. *Résultats des régressions*

	Modèle1	Modèle2	Modèle3
Variables	ROA	ROS	ROIC
OWNF	-0,026 (-0,79)	-0,057 (-0,98)	-0,019 (-0,63)
DIV	0,020** (2,18)	0,042** (2,53)	0,017** (2,02)
ASSETS	-0,008** (-2,42)	-0,014** (-2,39)	-0,006** (-2,08)
AD	1,247*** (2,92)	2,756*** (3,68)	1,107*** (2,88)
DEBT	-0,001*** (-6,82)	-0,002*** (-9,40)	-0,001*** (-6,48)
R <sup>2</sup>	0,6002	0,6144	0,5276
F	4,52***	3,35***	5,23***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

### ***3.2. Effets de la structure de propriété par le biais de la diversification***

Nous étudions les effets de l'actionnariat sur la performance à travers la diversification. Pour tester la thèse de Bebchuk et *al.* (1999), nous incluons la variable de l'interaction entre la concentration de la propriété et la diversification dans le modèle de régression.

Dans la structure à contrôle minoritaire, le risque que l'actionnaire dominant subit en cas d'erreur dans sa décision d'investissement peut être compensé par les bénéfices privés du contrôle, ce qui pose le problème de l'aléa moral. L'impact positif de la diversification sur la performance diminue quand la concentration de la propriété est faible. En d'autres termes, quand le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire familial est faible, l'actionnaire familial veut agrandir son groupe pour servir ses intérêts, ce qui a un impact négatif sur la performance du groupe.

Nous observons que le coefficient de OWNF devient significatif quand nous introduisons la variable de l'interaction (OWNF\*DIV) dans le modèle (tableau 5). Le

coefficient de OWNF\*DIV est positif et significatif, mais la variable de l'interaction propriété-diversification est corrélée avec la variable originale (OWNF). Quand nous enlevons la variable OWNF, la significativité diminue. Le coefficient de OWNF\*DIV n'est significatif que dans le modèle où le ROS est la variable dépendante. Considérant ces résultats des régressions sur les termes de l'interaction propriété-diversification, il est difficile d'en tirer une conclusion évidente.

Tableau 5. Résultats des régressions

	Modèle1	Modèle2	Modèle3	Modèle4	Modèle5	Modèle6
Variabes	ROA	ROA	ROS	ROS	ROIC	ROIC
OWNF	-0,122*** (-2,68)		-0,300*** (-3,86)		-0,089** (-2,17)	
OWNF*DIV	0,087*** (2,74)	0,028 (1,20)	0,226*** (4,16)	0,081** (1,98)	0,063** (2,19)	0,020 (0,95)
ASSETS	-0,006** (-2,18)	-0,004 (-1,50)	-0,012** (-2,31)	-0,006 (-1,29)	-0,005* (-1,75)	-0,003 (-1,21)
AD	1,161*** (2,75)	1,096** (2,56)	2,594*** (3,59)	2,434*** (3,24)	1,033*** (2,71)	0,986** (2,56)
DEBT	-0,001*** (-6,92)	-0,001*** (-6,71)	-0,002*** (-9,89)	-0,002*** (-9,38)	-0,001*** (-6,48)	-0,001*** (-6,34)
R <sup>2</sup>	0,6064	0,5897	0,6370	0,6050	0,5295	0,5165
F	4,61***	4,29***	3,97***	3,33***	5,24***	5,06***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

### 3.3. Relation non linéaire entre la structure de propriété et la performance

Dans les analyses précédentes, nous avons constaté que la structure de l'actionariat n'a pas de relation avec la performance. Ceci signifie-t-il que, parmi les trois thèses concernant la liaison structure de propriété-performance que nous avons présentées dans la section 1, c'est la thèse de la neutralité qui est confirmée ? Ou bien, la liaison varie-t-elle localement selon la concentration actionnariale ? Nous analysons cette relation en détail dans cette sous-section avec la méthode de régression par morceaux (*piecewise*

*linear regression*) utilisée par Morck et al.(1988)<sup>7</sup>.

Pour analyser la relation entre la structure de propriété et la performance par la méthode de régression par morceaux, nous devons trouver des seuils critiques (*turning points*). Dans l'étude de Morck et al., le premier seuil est fixé à 5%. C'est le pourcentage du capital au-delà duquel la SEC (*Securities and Exchange Commission*) aux Etats-Unis oblige l'entreprise à divulguer l'identité des actionnaires. Le second seuil, fixé à 25%, correspond au niveau au-delà duquel une prise de contrôle inamicale ne peut réussir.

Notre étude utilise une méthode plus empirique que celle de Morck et al. pour déterminer ces seuils. Nous divisons les 28 groupes coréens<sup>8</sup> en deux selon le critère du pourcentage moyen de capital détenu par la famille, soit 15% (Groupe 1 : les groupes de concentration faible et Groupe 2 : les groupes de concentration élevée). Chaque sous-ensemble contient 14 groupes. Nous excluons le terme de l'interaction propriété/diversification (OWNF\*DIV) pour appréhender la liaison propre entre l'actionnariat et la performance et retenons seulement le ROA comme variable dépendante dans ce modèle.

Les résultats des régressions pour les deux groupes sont les suivants :

Groupe 1 :

$$\pi = -0,00849 \text{ OWNF} + 0,000427 \text{ OWNF}^2 + \text{variables de contrôle}$$

(-2,28\*\*)                      (1,89\*)

$R^2=0,6700, F=5,65***, N=98$

Groupe 2 :

$$\pi = 0,004419 \text{ OWNF} - 0,0001 \text{ OWNF}^2 + \text{variables de contrôle}$$

(2,11\*\*)                      (-2,41\*\*)

$R=0,7422, F=4,11***, N=98$

(Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.)

---

<sup>7</sup> Toutefois, l'analyse de Morck et al. considère principalement la valeur de marché (Q de Tobin) comme l'indicateur de la performance.

<sup>8</sup> Nous excluons le groupe *Hanbo* de notre échantillon car la famille contrôlant ce groupe, détient 88,2% de capital de son groupe, ce qui est largement éloigné de la moyenne de l'échantillon.

Dans le Groupe 1 (les groupes les moins concentrés), la performance est une fonction en forme de U du pourcentage de capital détenu par la famille. La performance diminue jusqu'à un certain niveau et puis elle augmente avec le pourcentage de capital détenu par la famille. Pour le Groupe 2 (les groupes les plus concentrés), la tendance est inverse. Nous obtenons les points critiques en dérivant ces deux équations par rapport à OOWNF. Dans la première équation, le profit est minimal pour une valeur de 9,94% du pourcentage de capital détenu par la famille et dans la deuxième équation, le profit augmente jusqu'à 22,10% de OOWNF, puis diminue. Les deux seuils (10% et 22%)<sup>9</sup> de propriété correspondent à des points d'inflexion de la courbe de performance en fonction du pourcentage de capital détenu par la famille. Avec ces deux seuils critiques, nous analysons la relation entre structure de propriété et performance des groupes coréens par la méthode de régression par morceaux.

Régression par morceaux (Morck et *al.*, 1988)

$$\begin{aligned} OOWNF10 &= \text{part du capital détenue par la famille (OOWNF) si OOWNF} < 10\% \\ &= 10 \text{ si OOWNF} \geq 10\% ; \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} OOWNF22 &= 0 \text{ si OOWNF} < 10\% \\ &= OOWNF - 10 \text{ si } 10\% \leq OOWNF < 22\% \\ &= 12 \text{ si OOWNF} \geq 22\% ; \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} OOWNF100 &= 0 \text{ si OOWNF} < 22\% \\ &= OOWNF - 22 \text{ si OOWNF} \geq 22\% \end{aligned}$$

Le tableau 6 présente les résultats des régressions qui sont opposés à ceux de Morck et *al.* Le ROA diminue d'abord, puis augmente et diminue finalement lorsque le

---

<sup>9</sup> Selon les variables de contrôle introduites, les résultats des régressions et les points critiques sont un peu différents (le premier point critique  $\approx 10\%$  et le deuxième point critique  $\approx 20-22\%$ ). Toutefois, ces points différents ne modifient pas le signe et la significativité statistique des coefficients de la régression par morceaux.

pourcentage de capital détenu par la famille s'élève. Plus précisément, les résultats indiquent une relation négative entre la part de propriété familiale et la performance dans la zone 0-10%, positive dans la zone 10-22% et négative dans la zone située au-delà de 22%. Joh (2003) obtient des résultats analogues dans son étude menée sur les firmes coréennes.

Si nous interprétons ces résultats à la lueur des trois thèses concernant la relation entre l'actionnariat managérial et la performance, jusqu'à 10% de capital familial, l'effet d'enracinement prédomine ; de 10% à 22% l'effet de convergence des intérêts l'emporte sur celui d'enracinement ; enfin, au-delà de 22% la thèse de l'enracinement domine à nouveau celle de la convergence. À la différence des résultats de Morck et *al.* qui font apparaître l'effet d'enracinement dans la zone intermédiaire et l'effet de convergence des intérêts dans les première et troisième zones, les résultats obtenus dans cette analyse montrent une convergence des intérêts dans la zone intermédiaire et un effet d'enracinement dans les deux zones extrêmes.

L'effet d'enracinement arrive plus tôt que dans l'étude de Morck et *al.* Dans la structure à contrôle minoritaire, l'actionnaire familial pourrait exercer son influence à un faible niveau de concentration de la propriété sans la menace extérieure et pourrait finalement s'engager dans un comportement contraire à la maximisation de la valeur de l'entreprise.

Le deuxième seuil critique, le pourcentage minimal de capital (22%) à partir duquel l'actionnaire dominant familial ne s'inquiète pas d'une menace de prise de contrôle hostile, serait moins élevé que celui de Morck et *al.* (25%) et que celui de Charreaux (50%) à cause de la structure de propriété coréenne caractérisée par la structure à contrôle minoritaire. Dans la zone inférieure à 22%, la liaison en forme de U traditionnelle entre l'actionnariat et la performance existe et, après ce seuil, la performance diminue avec l'augmentation de la part du capital familiale, ce qui signifie que la famille dirige son groupe aux dépens de l'intérêt des actionnaires minoritaires externes car elle est protégée du risque de prise de contrôle inamicale. La relation entre la propriété de l'actionnaire dominant et la performance dans la structure à contrôle minoritaire, telle que Bebchuk et *al.* l'ont développée, et selon laquelle la performance augmente avec le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire dominant, ne correspond au cas coréen que pour l'intervalle de 10% à 22%.

Tableau 6. *Résultats des régressions (variable dépendante : ROA)  
: méthode de régression par morceaux*

Variabes	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4
OWNF10	-0,002* (-1,88)	-0,002** (-2,25)	-0,002* (-1,70)	-0,002** (-2,52)
OWNF22	0,001 (1,29)	0,002*** (2,63)	0,002** (2,30)	0,002*** (2,65)
OWNF100	-0,001 (-0,72)	-0,002** (-2,58)	-0,002** (-2,13)	-0,002** (-2,25)
DIV	-	-	0,009 (1,04)	0,014 (1,60)
ASSETS	-	-0,007** (-2,18)	-0,008** (-2,27)	-0,009*** (-2,66)
AD	-	1,097*** (2,80)		1,213*** (3,06)
DEBT	-	-0,001*** (-6,94)	-0,001*** (-6,32)	-0,001*** (-7,14)
R <sup>2</sup>	0,5243	0,6710	0,6573	0,6761
F	6,23***	5,99***	5,47***	6,09***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement. OOWNF10, OOWNF22, OOWNF100 représentent respectivement les zones où le pourcentage de capital représenté par les familles est de 0-10%, 10-22% et 22-100%.

## Conclusion

Nous avons analysé l'impact de la structure de l'actionnariat sur la performance des groupes coréens. La modélisation linéaire de la relation propriété-performance ne permet pas de mettre en évidence de relation significative entre structure de propriété et performance. En revanche, avec une analyse non linéaire employant le modèle de la régression par morceaux, les résultats obtenus font apparaître une relation positive dans la zone intermédiaire et une relation négative dans les zones des deux extrémités, contrairement aux résultats des études menées sur les firmes américaines. L'effet négatif

d'enracinement de la concentration actionnariale l'emporte sur celui de convergence des intérêts dans la première et la troisième zones.

Néanmoins, cette analyse présente quelques limites par rapport à d'autres études sur la gouvernance d'entreprise. Premièrement, elle a porté sur des groupes. Les parts de propriété familiales dans chaque firme appartenant au groupe ne sont pas identiques. Elles se concentrent sur certaines entreprises importantes dans la structure de gouvernance du groupe. La famille contrôle les autres firmes par le biais des participations inter-entreprises. La relation entre l'actionnariat et la performance au niveau du groupe peut être opaque, c'est-à-dire que l'impact du pourcentage total du capital détenu par la famille sur la performance globale du groupe pourrait être neutralisé. Les analyses de performance des firmes du groupe menées en distinguant les firmes familiales de celles contrôlées par les entreprises affiliées élucideraient sans doute cette relation.

Deuxièmement, le problème des mesures de performance existe. Nous n'avons considéré que les indicateurs comptables comme variables représentatives de la performance parce que le groupe comprend à la fois des firmes cotées et non cotées. Toutefois, la prise en compte de la performance des firmes par la valeur de marché pourrait compléter notre analyse. De plus, dans le cas coréen, les groupes poursuivent généralement l'expansion de leurs activités par le biais de la diversification. Dans ces conditions, la croissance du groupe pourrait être un meilleur indicateur de sa performance, considérée du point de vue de l'actionnaire familial.

## Bibliographie

- Allouche J. et Amann B. (1998), « La confiance : une explication des performances des entreprises familiales », *Economies et Sociétés*, n°8-9, p.129-154
- Allouche J. et Amann B. (2002), « L'actionnaire dirigeant de l'entreprise familiale », *Revue Française de Gestion*, Vol 28(141), novembre/décembre, p.109-130
- Amann B. (1999), « La théorie des droits de propriété », in G. Koenig (Eds.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle*, Economica, p.13-60
- Bebchuk L.A., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights », *Harvard Law School Olin Discussion Paper*
- Chang S.J. et Hong J. (2000), « Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea : Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.429-448
- Chang S.J. (2001), « Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea », *Korea University Working paper*
- Charreaux G. (1997), « Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière », in Charreaux G. (Eds.), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Economica, p.55-85
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (1999), « Corporate Diversification in East Asia : The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation », *Working paper*, World Bank
- Claessens S., Djankov S. et Lang L. (2000a), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, 58, p.81-112
- Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2000b), « The Costs of Group Affiliation : Evidence from East Asia », *Working paper*, World Bank
- Coriat B. et Weinstein O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le livre de poche, Références
- Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, Vol 93(6), p.1155-1177
- Depret M-H. et Hamdouch A. (2005), « Gouvernement d'entreprise et performance », *in*

- Finet A. (Eds.), *Gouvernement d'entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers*, De Boeck, p.39-79
- Gedajlovic E. et D. Shapiro D. (1998), « Management and Ownership Effects : Evidence from Five Countries », *Strategic Management Journal*, Vol 19, p.533-553
- Gedajlovic E. et D. Shapiro D. (2002), « Ownership Structure and Firm Profitability in Japan », *Academy of Management Journal*, Vol 45(2), p.565-575
- Ghemawat P. et Khanna T. (1998), « The Nature of Diversified Business Groups : A Research Design and Two Case Studies », *Journal of Industrial Economics*, Vol 46(1), March, p.35-61
- Hamon J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », *Cahiers du CEREQ*, 2001-02
- Hong J. et Whang K. (1997), « A Study on the Diversification of Korean Manufacturing Companies during 1986-1991 », *Korean Management Review*, Vol 26(3), August, p.493-511 (en coréen)
- Hoskisson R. et Turk T. (1990), « Corporate Restructuring : Governance and Control Limits of the Internal Capital Market », *Academy of Management Review*, Vol 15(3), p.459-477
- Hwang I. (1999), *Chaebols' Diversification, Market Structure, and Aggregate Concentration*, Korea Economic Research Institute (en coréen)
- Hwang I. (2000), « Diversification and Restructuring of the Korean Business Groups », *Working Paper*, Korea Economic Research Institute, September
- Hwang I. et Seo J. (2000), « Corporate Governance and Chaebol Reform in Korea », *Seoul Journal of Economics*, Vol 13(3), p.361-389
- Hirigoyen G. et Poulain-Rehm T. (2002), « Les stock-options dans les entreprises familiales cotées : Résultats d'une enquête », in Caby J. et Hirigoyen G. (Eds.), *La gestion des entreprises familiales*, Economica, p.81-103
- Jensen M. (2000), *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press
- Joh S.W. (2003), « Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korea before the Economic Crisis », *Journal of Financial Economics*, Vol 68(2), May, p.287-322
- Khanna T. (2000), « Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets :

Existing Evidence and Unanswered Questions », *European Economic Review*, Vol 44, p.748-761

Khanna T. et Palepu K. (1997), « Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets », *Harvard Business Review*, Vol 75(4), July-August, p.41-51

Khanna T. et Palepu K. (2000), « The Future of Business Groups in Emerging Markets : Long-run Evidence from Chile », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.268-285

La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, Vol 54(2), April, p.471-517

Le Maux J. (2003), « Les bénéfiques privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6(1), mars, p.63-92

Lee J.T. (2004), « Structure de l'actionnariat familial et performance des grands groupes coréens », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 7(4), décembre, p.143-166

Lins K. et Servaes H. (1999), « International Evidence on the Value of Corporate Diversification », *Journal of Finance*, Vol 54(6), December, p.2215-2239

Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, 20, p.293-315

Palepu K. (1985), « Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure », *Strategic Management Journal*, Vol 6, p.239-255

People's Solidarity for Participatory Democracy (1999), *Livre blanc sur 5 les plus grands chaebols (1995-1997)*, Nanam (en coréen)

Shleifer A. et Vishny R. (1997), « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, Vol 52(2), p.737-783

Tableau 7. *Statistiques descriptives et corrélations*

Variables	Moyenne	Ecart-type	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1.ROA	0,01	0,02	1								
2.ROS	0,01	0,04	0,92*	1							
3.ROIC	0,07	0,02	0,73*	0,65*	1						
4.OWNF	0,15	0,13	-0,10	0,01	-0,12	1					
5.OWNF*DIV	0,19	0,13	-0,12	-0,04	-0,11	0,80*	1				
6.DIV	1,44	0,51	0,08	-0,01	-0,01	-0,36*	0,10	1			
7.ASSETS	15,13	1,04	0,15*	0,04	-0,08	-0,17*	0,12	0,64*	1		
8.AD	0,01	0,01	-0,14*	-0,17*	-0,05	-0,23*	-0,11	0,38*	-0,07	1	
9.DEBT	7,31	14,38	-0,53*	-0,62*	-0,32*	0,17*	0,18*	-0,08	-0,06	0,25*	1

Note : \*: la corrélation est significative au seuil de 5%.



## Chapitre 3

### Déterminants des stratégies de diversification des groupes industriels coréens

Le développement de l'économie coréenne s'est appuyé sur de grands groupes industriels (*chaebol*) soutenus par la politique de croissance gouvernementale. La plupart des analyses économiques ont montré que l'organisation de type coréen a favorisé la croissance économique de la Corée (Amsden, 1997). Cependant, après la crise financière de 1997, les déficiences de la gouvernance d'entreprise et la diversification excessive des activités des *chaebols* sont jugées responsables de la crise, et les *chaebols* font l'objet de réformes.

Les groupes industriels (*business groups*) sont considérés comme une collection de firmes, qui constituent des entités indépendantes au niveau juridique et comptable. Toutefois, dans un groupe, les firmes sont liées entre elles par différents moyens formels et informels et elles sont gérées sous la coordination d'un entrepreneur unique, ce qui exclut de cette catégorie les firmes simplement liées par des alliances stratégiques à court terme, de même que les entreprises à structure parfaitement intégrée (Granovetter, 1998). Ces groupes sont souvent présents dans les pays en développement (*Indian Business houses, Turkish family holdings, et Latin American et Spanish grupos*) (Guillén, 2000).

Le *chaebol* est un groupe industriel coréen, dont l'actionnariat est dominé par le chef d'un groupe (*chairman*) et sa famille (plus précisément, la famille du fondateur), et dont les activités sont très diversifiées. La famille des *chaebols* bien que possédant directement un faible pourcentage de capital, contrôle les entreprises du groupe par le biais d'une structure pyramidale, d'actions avec des droits de vote différenciés et de participations intra-groupe. Elle gère chaque entreprise du groupe comme une division d'une firme multidivisionnelle (*M-form*). Les activités des *chaebols* se développent souvent dans des secteurs qui n'ont aucun lien avec l'activité d'origine.

La diversification des activités du groupe peut être expliquée par la recherche d'économie de coûts de transaction, d'économies d'échelle et d'économies d'envergure dans une certaine mesure. En particulier, l'entreprise peut chercher à économiser les coûts de transaction au moyen de l'intégration verticale. Toutefois, dans la mesure où les *chaebols* se diversifient verticalement et horizontalement dans des activités variées, et de plus dans des secteurs sans lien les uns avec les autres, nous avons besoin d'une explication qui aille au-delà de l'explication classique en termes d'économie des coûts de transaction, d'économies d'échelle et d'économies d'envergure (Guillén, 2000).

Nous pouvons avancer différentes raisons pour lesquelles les groupes industriels se développent dans les pays en développement. En premier lieu, les groupes permettent de pallier le défaut de marché des facteurs. En effet, ce sont des organisations économiques efficaces pour minimiser les coûts de transaction provenant de ce défaut. Les groupes internalisent les difficultés d'obtention du capital, de la main-d'œuvre, des matières premières et de la technologie, prédominantes dans les pays en développement. La seconde raison est plutôt d'ordre social. Elle est liée à la structure sociale verticale de nombreux pays en développement qui se caractérise par une conception patrimoniale de l'autorité et par des règles d'héritage qui favorisent les fils aînés, facilitant l'émergence de groupes dirigés par un entrepreneur unique. Troisièmement, les groupes industriels se développent lorsque l'Etat joue un rôle important dans l'économie des pays en développement. La puissance de l'Etat se concrétise dans sa capacité d'allouer des ressources permettant à un petit nombre d'entrepreneurs d'entrer dans les industries nouvelles (Granovetter, 1998). Dans ce cas, l'entreprise considère moins les effets de

synergie de la diversification, car les bénéfices qui viennent de la participation aux industries que l'Etat soutient stratégiquement sont plus importants.

Ces trois raisons n'expliquent toutefois pas comment les entrepreneurs établissent les capacités difficilement imitables qui leur permettent de se diversifier sur des marchés sans rapport l'un avec l'autre. Nous avons besoin d'une autre explication en terme de capacité interne.

Pour se diversifier, l'entreprise doit posséder les ressources productives de valeur, difficiles à imiter et accumulées à long terme. Quand l'entreprise ne peut pas les employer complètement dans les activités déjà existantes, elle est incitée à se diversifier pour les utiliser. Des groupes diversifiés permettent d'acquérir et de maintenir des capacités qui combinent les ressources possédées - les inputs, les processus et les accès du marché - pour entrer rapidement et à un coût relativement faible dans les industries nouvelles.

Les *chaebols* réussissent à accroître leur taille par la diversification. Cependant, les faiblesses du système de gouvernance d'entreprise ont permis une diversification excessive, source de détérioration de la compétitivité des entreprises. La structure de propriété paraît influencer sur la diversification. Dans un contexte où le système de protection des actionnaires minoritaires ne fonctionne pas bien, la structure de propriété concentrée permet à l'actionnaire dominant d'opter pour une stratégie de diversification favorable à ses intérêts. En particulier, quand la divergence entre la propriété et le contrôle de l'actionnaire dominant est considérable, l'actionnaire dominant diversifie les activités de la firme au-delà du niveau raisonnable parce que le risque lié à la diversification est faible au regard des bénéfices qui en sont attendus.

A partir d'un échantillon de 28 groupes coréens entre 1990 et 1996, nous étudions les déterminants de la diversification des *chaebols* en nous appuyant sur un cadre théorique combinant l'approche par les ressources et la théorie de l'agence. Dans la section 1, nous effectuons une brève revue de la littérature, théorique et empirique, sur les déterminants de la diversification ainsi que sur les mesures de la diversification et nous mettons en place les hypothèses. Dans la section 2, nous présentons la méthodologie retenue pour analyser empiriquement les déterminants de la diversification et nous interprétons les résultats obtenus.

## 1. Déterminants et mesure de la diversification

Dans cette section, nous présentons d'abord les théories relatives aux déterminants de la diversification et à la mesure de la diversification. Nous mettons ensuite en place les hypothèses pour les analyses empiriques.

### 1.1. Théories de la diversification

Plusieurs arguments visent à expliquer pourquoi les firmes se diversifient. Parmi les différentes causes évoquées figurent les facteurs environnementaux et les caractéristiques des entreprises.

Quatre théories ont été principalement mobilisées pour expliquer la diversification de la firme ; le pouvoir de marché (*market power view* : *MPV*), les ressources stratégiques (*resource-based view* : *RBV*), les coûts de transaction (*transaction cost view* : *TCV*) et l'agence (*agency view* : *AV*).

#### 1.1.1. Pouvoir de marché (*Market Power View*, *MPV*)

Dans cette vision, le groupe diversifié s'accroît grâce à son pouvoir congloméral aux dépens de ses concurrents. La présence du groupe diversifié sur de multiples marchés lui permet de renforcer son pouvoir de marché (Ghemawat et Khanna, 1998). Le groupe diversifié n'essaie pas de maximiser les profits sur tous les marchés. Si une entreprise reçoit une aide provenant des autres firmes affiliées rentables, elle peut dominer son marché en pratiquant une politique de prix prédateur, bien qu'elle ne réalise pas une bonne performance. Le groupe peut élargir et défendre continuellement son pouvoir congloméral par le biais de cette stratégie et la firme concernée peut exclure ses concurrents qui n'appartiennent pas aux groupes diversifiés dans son marché.

Les économistes identifient trois méthodes « anti-compétitives » par lesquelles les groupes diversifiés peuvent saisir le pouvoir de marché (Cho, 1999 ; Montgomery, 1994 ; Palepu, 1985). Une firme utilise ses propres profits pour supporter la politique du prix prédateur d'une autre firme affiliée (subvention croisée). Les concurrents qui s'affrontent sur les divers marchés, reconnaissent leur interdépendance et évitent d'engager une compétition vigoureuse, ce qui monopolise le marché en excluant les firmes indépendantes (patience mutuelle). Au cours d'une transaction entre les firmes du groupe, une firme achète les produits de ses filiales à des conditions favorables, ce qui bloque l'accès des petits concurrents au marché (achats réciproques).

Ces pratiques entraînent cependant une baisse de la concurrence et la concentration du marché, ce qui influe sur la politique économique et justifie l'intervention du gouvernement dans l'économie. La MPV critique les atteintes à la concurrence provoquées par la diversification qui génèrent des coûts sociaux (Hwang, 1999). Cette vision met l'accent sur les conséquences de la diversification sur la concurrence (les problèmes de concentration du marché) plutôt que sur ses causes (les motifs de la diversification).

Toutefois, les effets de la diversification au niveau de la firme individuelle ne sont pas évidents parce que l'entreprise qui subventionne une autre entreprise affiliée en subit l'effet négatif sur son propre résultat.

#### 1.1.2. Approche par les ressources (*Resource-Based View*, RBV)

La RBV de la firme (Barney, 1991) souligne l'importance des ressources caractéristiques et les capacités que les autres firmes ne peuvent pas imiter, en tant que sources de rendements supérieurs par rapport aux rendements normaux et d'avantages compétitifs soutenables. Alors que cette conception attire récemment l'attention comme une nouvelle approche qui explique l'expansion des firmes, son origine remonte à l'œuvre d'Edith Penrose (*The theory of the growth of the firm*, 1959). Selon Penrose, si la firme peut utiliser les ressources qui n'ont pas été utilisées en totalité, dans d'autres activités rentables, elle est incitée à élargir ses activités. Cette théorie se différencie de la théorie orthodoxe de la firme sur deux points : elle focalise l'analyse sur les firmes et les produits hétérogènes, d'une part et sur la croissance de la firme, plutôt que sur

l'équilibre, d'autre part. Ces deux aspects peuvent être essentiels pour comprendre la diversification des firmes (Montgomery, 1994).

La structure du groupe diversifié peut faciliter le partage des ressources communes, comme les technologies, les équipements, les marques et les systèmes de distribution, entre les entreprises affiliées qui se lient les unes avec les autres (Ghemawat et Khanna, 1998). Si le groupe réalise des économies d'échelle ou d'envergure en employant des ressources inutilisées qui ne peuvent pas être efficacement transférées aux marchés, la détention de ces ressources dans le groupe est efficace. Par conséquent, le groupe cherche à entrer dans une activité nouvelle et se diversifie en réponse aux capacités excédentaires de ses ressources.

Les avantages de la diversification en termes d'économies d'envergure résultant de l'emploi des ressources inutilisées sont plus significatifs quand le défaut du marché dans la transaction des ressources existe. Si ces ressources peuvent être transférées par le biais du marché, la raison de la diversification disparaît. Pourquoi la transaction des ressources par le biais du marché n'est-elle pas efficace ? Premièrement, la plupart des ressources ne sont pas divisibles. Une part importante des compétences et des connaissances des firmes est profondément intégrée dans les routines comme le souligne la théorie évolutionniste. Le transfert de ces ressources exigerait le transfert non seulement des connaissances individuelles, mais aussi de celles organisationnelles (Montgomery, 1994). De plus, même si la division des ressources est possible, leur valeur diminuera quand elles quitteront les firmes d'origine. Par conséquent, les ressources spécifiques à une entreprise ne peuvent pas être facilement transférées au marché. Ainsi à cause des caractéristiques de ces ressources, les concurrents de l'entreprise auront des difficultés à les limiter, ce qui est une source d'avantage concurrentiel durable. Deuxièmement, il existe des problèmes contractuels liés à la transaction des ressources intangibles parce qu'il est difficile de les évaluer. En bref, les firmes s'étendent en employant les ressources inutilisées lorsqu'elles ne peuvent faire l'objet d'une transaction sur un marché.

Le niveau optimal de diversification dépend de la spécificité des ressources détenues par l'entreprise (Montgomery, 1994). Une entreprise qui possède des ressources spécifiques (difficilement redéployables) peut réaliser de bons résultats pour un niveau relativement faible de diversification car ces ressources ne peuvent être appliquées que

dans un nombre limité de secteurs d'activité. Une entreprise de ce type se diversifiera surtout dans des industries liées.

Par contre, une entreprise dont les ressources ne sont pas spécifiques (c'est-à-dire qu'elles sont facilement redéployables) pourra se diversifier davantage car ces ressources peuvent être utilisées dans de multiples secteurs. Les firmes du premier type peuvent maximiser leurs profits à un faible niveau de diversification (ou par la diversification dans des industries liées), alors que les firmes du deuxième type peuvent réaliser de bons résultats avec une diversification élevée (ou par la diversification dans des industries non liées) (Montgomery, 1994 ; Chatterjee et Wernerfelt, 1991).

A la différence de la MPV, la diversification de la firme est désirable du point de vue de la firme individuelle comme de celui de l'intérêt général parce qu'elle constitue un choix rationnel de la firme dans des conditions données et qu'elle améliore l'efficacité sociale en matière d'allocation des ressources (Hwang, 1999).

La spécificité des ressources et les limites à leur transaction en tant que motifs de diversification dans la RBV sont aussi une des causes essentielles considérées par la théorie des coûts de transaction (TCV).

### 1.1.3. Approche des coûts de transaction (*Transaction Cost View*, TCV)

Cette approche considère la diversification comme une stratégie pour diminuer les coûts de transaction. La TCV, initiée par Coase et développée par Williamson, soulève la question de l'existence de la firme en tant qu'organisation opposée au marché, et justifie celle-ci à l'aide du concept de coûts de transaction (Williamson, 1985). Le comportement des agents économiques est caractérisé par la rationalité limitée et l'opportunisme. En ce qui concerne les transactions, trois dimensions permettent de les différencier : la spécificité des actifs, l'incertitude et la fréquence (Coriat et Weinstein, 1995). Selon l'argument de la TCV, le choix d'une forme organisationnelle (marché, firme ou forme hybride) obéit à un objectif de minimisation des coûts de transaction, compte tenu de la spécificité des actifs, de la fréquence des transactions et de l'incertitude. Les agents économiques peuvent économiser les coûts de transaction par l'intégration verticale et les contrats à long terme lorsque la spécificité des actifs, la fréquence des transactions et l'incertitude sont élevées (Jun, 1997).

L'intégration verticale constitue une modalité particulière de diversification qui vise à intégrer différents stades d'un processus productif. La première raison de la diversification, expliquée par la TCV, est la minimisation des coûts de transaction par l'intégration verticale entre entreprises situées à différents stades d'une même filière productive, c'est-à-dire que la firme doit décider de faire un produit (transaction interne) ou de le faire faire (transaction sur le marché).

La TCV peut aussi expliquer les autres types de diversification suivant une logique de transaction des ressources. Comme nous l'avons souligné, dans ce cas, les deux approches (la TCV et la RBV) qui fournissent une explication à la diversification, coïncident. Si l'entreprise détient des ressources excédentaires, elle doit choisir si elle vend aux autres entreprises ou si elle les utilise à l'intérieur de l'entreprise. Sa décision va dépendre des coûts de transaction des ressources sur marché. La transaction des ressources indivisibles et spécifiques, intégrant des connaissances, n'est pas efficace sur le marché. Les firmes ont l'intérêt à mettre en pratique et en commun ces ressources à l'intérieur pour surmonter ce défaut de marché. Elles choisiront une stratégie de diversification vers des industries liées où les ressources spécifiques peuvent être utilisées, ce qui économise les coûts de transaction.

Les ressources financières ne possédant pas de caractère de spécificité, peuvent également fournir un motif de diversification. Il s'agit dans ce cas de minimiser les coûts de transaction générés par la séparation entre propriété et contrôle. La firme multidivisionnelle décrite par Williamson (*M-form*), retire des avantages financiers de la diversification dans les secteurs non liés quand les ressources sont redistribuées d'une utilisation moins productive à une autre plus productive, créant ainsi un marché interne du capital.

La diversification permet de surmonter le défaut de marché financier par le biais des flux de trésorerie internes. Les investisseurs externes ne surveillent pas bien leurs dirigeants, mais la firme qui poursuit une stratégie de diversification, peut résoudre ce problème parce que l'équipe dirigeante en tant qu'investisseur interne, peut mieux allouer les ressources financières à des emplois efficaces et contrôler plus facilement les filiales que les investisseurs externes.

En particulier, cette approche peut être un instrument pertinent pour éclairer les raisons pour lesquelles les groupes se forment et croissent par voie de diversification dans les pays en développement où le marché est imparfait.

#### 1.1.4. Approche de l'agence (*Agency View*, AV)

Il s'agit d'une analyse de la diversification pertinente à travers l'optique de la théorie de l'agence qui met en évidence les conflits d'intérêts entre les parties prenantes dans la firme. Dans l'entreprise moderne décrite par Berle et Means où la propriété est dispersée, les dirigeants disposent de compétences de gestion spécifiques et d'une meilleure information sur l'entreprise. Cette asymétrie d'information incite les dirigeants à utiliser les actifs de l'entreprise pour poursuivre leurs propres intérêts aux dépens de la valeur de la firme et des actionnaires. Dans l'AV, la diversification des activités résulte de cette poursuite des bénéfices. Les dirigeants choisissent la stratégie de diversification en tant que méthode pour accroître leur richesse personnelle (Montgomery, 1994).

Cette diversification stratégique peut être précisée à l'aide de la théorie du « *free cash-flow* » de Jensen (1986) (*theory of free cash flow*). Les *free cash-flows* (cash-flows libres) consistent dans les liquidités disponibles dans une entreprise une fois rémunérées les facteurs de production et financées tous les projets à VAN positive. Dans un contexte de relation d'agence, si la gouvernance d'entreprise est imparfaite, les dirigeants investissent ces flux de trésorerie dans d'autres activités dans leur propre intérêt au lieu de redistribuer les liquidités sous forme de dividendes aux actionnaires. De plus, alors qu'un financement externe des investissements s'accompagnerait d'une surveillance des investisseurs externes, les dirigeants peuvent éviter cette surveillance s'ils utilisent les « *free cash flows* ».

Trois raisonnements peuvent être utilisés pour expliquer comment la poursuite des intérêts privés par les dirigeants est liée avec l'expansion de la firme (Jun, 1997 ; Hwang, 1999 ; Montgomery, 1994). Premièrement, la rémunération et les avantages non financiers des dirigeants dépendent de la taille de la firme ou de la quantité totale des ressources que les dirigeants contrôlent. Ils construisent donc un empire par le biais de la diversification qui est une méthode facile pour agrandir la taille de la firme. Deuxièmement, les dirigeants adoptent une stratégie d'enracinement. Ils diversifient les

activités de l'entreprise dans la direction qui augmente la demande de leurs compétences particulières (Shleifer et Vishny, 1989). Ils investiront au-delà du niveau qui maximise la valeur de la firme. Troisièmement, par opposition avec les actionnaires qui diversifient leurs portefeuilles, les dirigeants ne peuvent pas diversifier leur risque. Par conséquent, ils poursuivent l'expansion de la firme par la diversification de ses activités pour réduire le risque de l'entreprise, et finalement pour sécuriser leur poste. Cette théorie prédit l'existence d'une relation négative entre la diversification et la valeur de la firme.

Bien que l'AV ne puisse pas être proprement appliquée au cas coréen où les conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires ne posent quasiment pas de problème, elle peut être considérée dans l'optique du problème de l'agence entre les grands actionnaires internes et les petits actionnaires externes (Chung et Wang, 2001 ; Hwang et Seo, 2000 ; Jun, 1996, 1997).

Toutes ces théories aboutissent finalement à mettre l'accent sur l'utilisation efficace des ressources. Par exemple, à l'aide de quelle théorie pouvons-nous expliquer la diversification d'un groupe dont les entreprises affiliées partagent les ressources ? Le transfert interne des ressources peut être expliqué par les quatre approches présentées ci-dessus.

1) Nous pouvons considérer indiscutablement la RBV. Le groupe se diversifie pour utiliser efficacement les ressources inutilisées. 2) Certaines ressources abondantes ne peuvent pas être transférées efficacement par le biais des marchés à cause des difficultés d'évaluation des ressources dues à la rationalité limitée et à l'opportunisme des individus dans un contexte de spécificité des actifs. Le groupe peut économiser les coûts de transaction engendrés par le recours au marché, en internalisant les ressources excédentaires (la TCV). Par conséquent, la RBV et la TCV ont des points communs pour expliquer la diversification dans une certaine mesure. Les études de Hwang (1999) et de Montgomery (1994) incluent la TCV dans l'approche par des ressources. 3) La transaction interne des ressources entre les entreprises d'un groupe peut être considérée du point de vue du pouvoir de marché si une firme transfère des ressources inutilisées à une autre firme affiliée dans des conditions favorables afin de dominer le marché. Plus précisément, cette transaction pourra être expliquée soit à l'aide de la TCV, soit en mobilisant la MPV. Si les deux firmes concernées améliorent leurs performances par la

transaction interne, nous pouvons dire que la diversification peut être bien expliquée par la TCV. Pourtant, si l'une des firmes profite de cette transaction et l'autre perd, cette transaction fait l'objet d'une subvention et la MPV remplacera la TCV pour expliquer la diversification. 4) Dans l'AV, la diversification est poursuivie en vue de maximiser les bénéfices des dirigeants ou des actionnaires dominants sous l'hypothèse de séparation entre la propriété et le contrôle. Le dirigeant d'une entreprise peut investir les *free cash-flows* dans d'autres activités au lieu de les distribuer aux actionnaires ; il peut augmenter sa rémunération et sécuriser son emploi. Ainsi l'actionnaire dominant peut diversifier son entreprise pour s'emparer des bénéfices privés. Dans ce cas, la diversification est susceptible de dégrader la performance de la firme.

En matière de diversification, il est courant de distinguer deux types: diversification reliée (*related diversification*) et diversification non-reliée (*unrelated diversification*). La diversification reliée s'opère en général par voie d'intégration verticale ou horizontale. L'intégration verticale est un type de diversification répandu dans le monde entier. Elle réduit l'incertitude sur les coûts et volumes des matières (en amont) et sur les conditions commerciales, coûts et volumes des produits finis par création de marchés captifs (en aval). L'intégration verticale diminuera donc les coûts de transaction. Ces coûts de transaction peuvent être plus élevés lorsque les deux entreprises sont indépendantes et agissent sur un marché que lorsque les deux acteurs font partie d'une même organisation et sont coordonnés par une hiérarchie (Tarondeau, 1998). L'intégration horizontale a pour effet de renforcer le pouvoir de marché en intégrant des entreprises du même secteur et en supprimant la concurrence entre elles. La diversification non-reliée recouvre l'intégration d'entreprises appartenant à différentes industries sans rapport vertical ni horizontal, pour profiter d'opportunités d'investissements intéressantes, pour équilibrer les activités en multipliant les domaines d'intervention, pour se trouver sur des produits dont le cycle économique est inversé par rapport à celui de son produit de base, et pour créer un marché financier interne.

## 1.2. Mesure de la diversification

Plusieurs méthodes permettent de mesurer l'importance de la diversification : le nombre d'industries dans lesquelles l'entreprise est présente, le ratio de spécialisation, l'indice de Berry-Herfindahl, la mesure de l'entropie, l'indice d'Utton et la classification de Rumelt. La mesure de la diversification doit tenir compte du nombre d'industries dans lesquelles l'entreprise est présente, du poids relatif d'une industrie parmi l'ensemble des industries dans lesquelles l'entreprise s'engage, et de la relation entre ces industries. Parmi ces méthodes, l'indice de Berry-Herfindahl, la mesure de l'entropie et la classification de Rumelt sont souvent utilisés. Nous présentons ces trois méthodes et analysons les problèmes spécifiques posés par la mesure de la diversification dans le cas du *chaebol*.

### 1.2.1. L'indice de Berry-Herfindahl

Cet indice mesure le degré de concentration d'une industrie dans l'entreprise ou le groupe, en appliquant l'indice de concentration d'Herfindahl dans le marché.

$x$  : le chiffre d'affaires, l'actif ou l'emploi d'une firme ou d'un groupe

$K$  : le nombre d'industries (ou d'activités) dans lesquelles l'entreprise est présente

$s_i$  : la proportion de la production (mesurée par le chiffre d'affaires, l'actif ou l'emploi) de la firme dans l'activité  $i$  par rapport à sa production totale dans les  $K$  activités.

$$\begin{aligned} B &= 1 - \sum_{i=1}^K (x_i/x)^2 \\ &= 1 - \sum_{i=1}^K s_i^2 \quad (0 \leq B \leq 1-1/K) \end{aligned}$$

Si l'entreprise s'engage dans une seule activité,  $B=0$ , et si la production totale se répartit de façon égale entre  $K$  activités,  $B= 1 - 1/K$ . Cet indice consiste à repérer le nombre et l'importance de  $K$  activités dans lesquelles l'entreprise est active, généralement en pondérant l'importance quantitative de chaque activité par rapport à la

production totale de l'entreprise. Il reflète sensiblement le poids relatif des activités et intègre une information détaillée sur l'activité de l'entreprise, mais il ne fait pas intervenir de rapport entre les activités et il n'est pas facile d'obtenir les informations nécessaires à son calcul.

### 1.2.2. La classification de Rumelt

Rumelt établit une classification des modes de diversification dans une optique stratégique. Il distingue d'abord les catégories de diversification à l'aide de critères subjectifs et qualitatifs, puis il utilise des indices quantitatifs pour différencier ces catégories : le ratio de spécialisation, le ratio relié, le ratio vertical. Ensuite, il place chaque firme dans une des neuf catégories de diversification. Les études qui suivent cette méthode, démontrent que les firmes poursuivant une stratégie de diversification reliée réalisent une performance supérieure par rapport à celles poursuivant une diversification non-reliée. Cette méthode permet de quantifier les caractéristiques conceptuelles de la stratégie de diversification, mais les critères de classification sont subjectifs et l'obtention des informations nécessaires est également difficile (Cho, 1999 ; Palepu, 1985).

### 1.2.3. L'indice d'entropie

La mesure de la diversification a ici pour objectif de mettre en évidence la relation entre la performance et la stratégie de diversification. Les deux mesures que nous avons présentées plus haut comportent des avantages et des inconvénients. L'indice de Berry-Herfindahl est simple à calculer et objectif, mais il ne distingue pas entre la diversification reliée et non-reliée. Il ne permet pas d'établir un rapport exact entre la diversification et la performance. En revanche, la classification de Rumelt capture la subtilité de la stratégie de diversification, mais elle est subjective et complexe à mesurer.

L'indice d'entropie, proposé par Jacquemin et Berry, cumule les mérites de ces deux méthodes. La mesure de l'entropie est constituée par les trois éléments suivants : (1) le nombre d'industries auxquelles la firme participe ; (2) la répartition du chiffre d'affaires total de la firme entre ces industries ; (3) l'intensité de la relation entre ces industries (Palepu, 1985).

Elle enrichit l'indice de Berry-Herfindahl en mesurant le rapport entre les activités dans lesquelles la firme s'engage et elle simplifie aussi la méthode de Rumelt qui distingue trop en détail les stratégies de diversification. La propriété principale de cet indice est de permettre la décomposition de la diversification totale en deux composantes inter et intra-classe, lorsque nous pouvons disposer de données à deux niveaux de nomenclatures (l'industrie et le secteur). La diversification non-reliée quantifie la répartition des activités de la firme entre plusieurs secteurs non liés, et la diversification reliée mesure la répartition des activités d'une firme entre les industries d'un même secteur.

Pour comprendre la mesure de l'entropie, nous supposons qu'une firme s'engage dans N industries. La mesure de l'entropie de la diversification totale (DT) se définit de la façon suivante.

$$DT = \sum_{i=1}^N P_i \ln (1/P_i)$$

où  $P_i$  représente la part de la  $i$ ème industrie dans le chiffre d'affaires total de la firme.

$$(0 \leq DT \leq \ln N)$$

La diversification totale représente la moyenne pondérée de la part des industries dans le chiffre d'affaires total de la firme. Elle prend une valeur nulle quand la firme intervient dans une seule industrie ( $DT=0$ ) et  $\ln N$  lorsque le chiffre d'affaires de la firme se répartit de façon égale entre les N industries ( $DT= \ln N$ ).

Cette mesure contient les deux éléments suivants : (1) le nombre d'industries dans lesquelles la firme s'engage et (2) l'importance relative de chaque industrie dans le chiffre d'affaires total. Jusqu'ici elle ressemble à l'indice de Berry-Herfindahl.

Le mérite important de la mesure de l'entropie est de distinguer l'intensité de relation parmi les industries variées auxquelles la firme participe. La diversification totale (DT) peut être subdivisée entre la diversification reliée (DR) et la diversification non-reliée (DU), ce qui est une caractéristique importante de la mesure de l'entropie. Nous définissons un secteur comme un ensemble d'industries liées. Les industries situées dans

un secteur sont donc plus liées que les industries appartenant à des secteurs indépendants. Les N industries dans lesquelles la firme est présente s'agrègent en M secteurs ( $N \geq M$ ).  $DR_j$  mesure la diversification reliée au sein du secteur  $j$ .

$$DR_j = \sum_{i \in j} P_i^j \ln(1/P_i^j)$$

où  $P_i^j$  représente la proportion de l'industrie  $i$  du secteur  $j$  dans le chiffre d'affaires du secteur  $j$  ( $P_i^j = P_i/P_j$ ).

Si la firme s'engage dans plusieurs secteurs, la diversification reliée totale (DR) est la moyenne pondérée de la diversification reliée dans les M secteurs.

$$DR = \sum_{j=1}^M DR_j P^j \quad (P^j = \sum_{i \in j} P_i^j)$$

où  $P^j$  représente la proportion du  $j$ ème secteur dans le chiffre d'affaires total de la firme.

La DU est la diversification non-reliée liée à la présence de l'entreprise dans plusieurs secteurs.

$$DU = \sum_{j=1}^M P^j \ln(1/P^j)$$

La somme de la diversification reliée et non-reliée est égale à la diversification totale :  $DR + DU = DT$  (Palepu, 1985).

Cette mesure considère le nombre d'industries dans lesquelles l'entreprise s'engage, l'importance relative des industries et la relation entre ces industries, ce qui permet d'évaluer la direction de la diversification et ce qui permet de montrer la relation exacte entre la diversification et la performance (Jacquemin, 1975). Toutefois, comme l'indice de Berry-Herfindahl, il est difficile d'obtenir les informations. La valeur maximale de

l'indice est différente de 1, ce qui nécessite d'interpréter cet indice en le comparant avec celui d'autres firmes. Il est aussi sensible au nombre d'activités, c'est-à-dire qu'il est sensible à la présence d'activités secondaires peu importantes.

Dans le tableau 1, nous détaillons 11 scénarios en supposant qu'un groupe ou une entreprise s'engage dans 5 industries appartenant à 2 secteurs (Cho, 1999 ; Jacquemin, 1975 ; Palepu, 1985).

Tableau 1. *Exemple des mesures de diversification*

Scénario	CA					BH	entropie		
	secteur 1		secteur 2				DT	DU	DR
	A	B	C	D	E				
1	100	-	-	-	-	0	0	0	0
2	95	5	-	-	-	0,10	0,20	0	0,20
3	90	10	-	-	-	0,18	0,32	0	0,32
4	80	10	10	-	-	0,34	0,64	0,32	0,32
5	70	20	10	-	-	0,46	0,80	0,32	0,48
6	60	40	-	-	-	0,48	0,67	0	0,67
7	60	10	10	10	10	0,60	1,23	0,61	0,62
8	50	20	20	10	-	0,66	1,22	0,61	0,61
9	40	20	20	10	10	0,74	1,47	0,67	0,80
10	30	20	20	20	10	0,78	1,55	0,69	0,86
11	20	20	20	20	20	0,80	1,61	0,67	0,94

Note: CA : le chiffre d'affaires, BH : l'indice de Berry-Herfindahl

A, B, C, D, E sont les industries.

L'indice d'entropie corrige ainsi les résultats discutables donnés par l'indice de Berry-Herfindahl. Si nous comparons, par exemple, les scénarios 5 et 6, l'indice de Berry-Herfindahl (BH) suggère que la première situation est moins diversifiée que la seconde, mais la réalité est inversée comme le montre la diversification totale (DT). La différence des résultats provient du fait que l'entreprise s'est retirée d'un secteur et que la répartition des parts dans le secteur 1 est plus égalitaire. L'indice d'entropie peut mesurer l'intensité de la diversification.

#### 1.2.4. Problèmes de mesure de la diversification des *chaebols*

Avant de mesurer les indices de la diversification du *chaebol*, nous devons fixer deux critères (Hwang, 1999). Premièrement, nous devons décider à quel niveau nous mesurons la diversification, c'est-à-dire, si nous mesurons la diversification au niveau de la firme ou au niveau de l'industrie dans laquelle le *chaebol* s'engage. Alors que le *chaebol* est un groupe de firmes diversifiées, une firme appartenant au *chaebol* participe à des industries différentes (la firme multi-produits) ou bien les firmes du groupe participent à la même industrie. Pour comprendre la situation de la diversification exacte d'un *chaebol*, nous avons donc besoin d'informations détaillées sur les industries auxquelles le *chaebol* participe, mais nous ne pouvons pas accéder à ces informations.

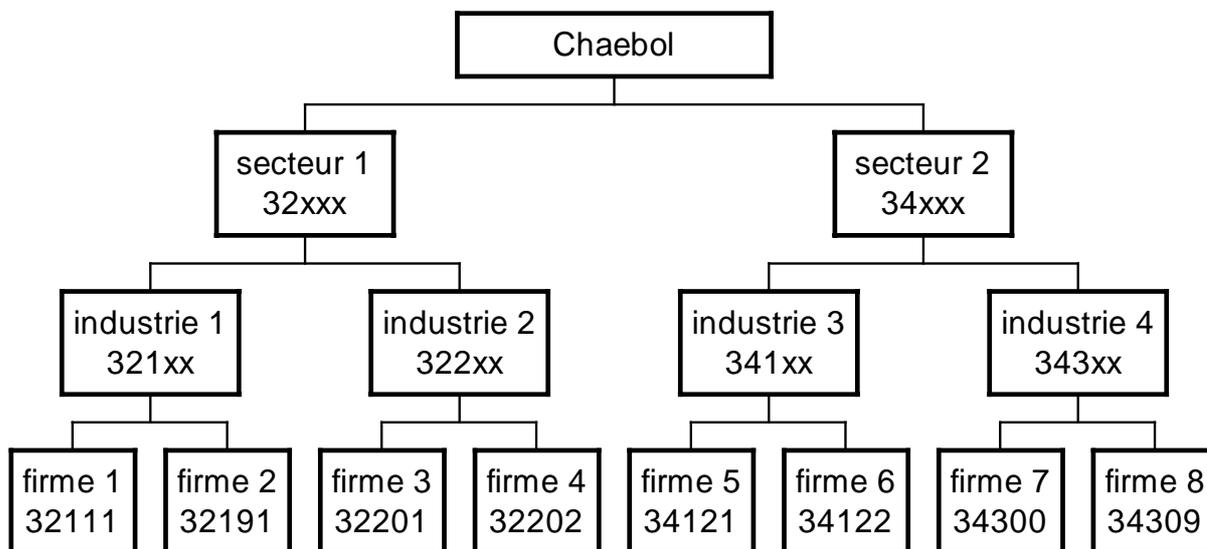
Par conséquent, pour simplifier ce problème, nous mesurons l'indice de la diversification en supposant qu'une firme dans le *chaebol* se spécialise dans une industrie unique. Nous ne pouvons pas mesurer l'indice de la diversification si une firme se caractérise par une structure multidivisionnelle et participe à de multiples industries. Toutefois, si nous considérons un *chaebol* comme une firme et une firme comme une division opérationnelle dans la structure multidivisionnelle du groupe, chaque entreprise du *chaebol* participe à une seule industrie. Nous ne considérons donc pas la diversification dans la firme. Nous mesurons la diversification au niveau des industries auxquelles la firme participe.

Pour connaître le rapport des activités auxquelles les *chaebols* participent, nous utilisons les codes de « *Korean Standard Industrial Classification* » (KSIC), équivalents à ceux de « *Standard Industrial Classification* » (SIC), qui permettent de distinguer les industries et les secteurs. Dans les codes de KSIC, les activités au niveau des deux premiers chiffres sont considérées comme les secteurs et les activités au niveau des troisièmes chiffres sont traitées comme les industries. Si les codes des deux premiers chiffres sont identiques, les firmes participent au même secteur et si trois premiers chiffres sont identiques, les firmes s'engagent dans la même industrie. Une différence dans les codes au niveau du troisième chiffre signifie que les firmes participent à différentes industries liées d'un même secteur. Les activités appartenant à des industries différentes (des codes avec les troisièmes chiffres différents) situées dans le même secteur

(des codes avec les deux premiers chiffres identiques) sont considérées comme des industries liées. Par contre, les industries de différents secteurs (des codes avec les deux premiers chiffres différents) sont définies comme des industries non liées (Hwang, 1999 ; Jun, 1997). Nous classons donc la diversification des *chaebols* selon les deux types de codes (codes des deux premiers chiffres et des troisièmes chiffres) (figure 1).

Le deuxième critère à établir, est la nature de la variable que nous utiliserons pour mesurer l'indice de la diversification parmi plusieurs possibilités (le chiffre d'affaires, l'actif, l'emploi, etc.). Il n'existe pas beaucoup d'études concernant la variable qui reflète le mieux la structure de la firme. De plus, dans le cas du *chaebol*, les informations ne seraient pas fiables dans une certaine mesure à cause des transactions internes et de la manipulation des comptes, etc. L'étude de Hwang (1999) qui prend en compte les trois cas (le chiffre d'affaires, l'actif, l'emploi), montre qu'il existe une relation positive entre eux. Pour notre part, nous retenons le chiffre d'affaires, plus général, pour calculer l'indice de la diversification.

Figure 1. Exemple de composition des industries et des secteurs



\* Les chiffres sont les exemples des codes de KSIC.

### ***1.3. Revue de la littérature sur la diversification des entreprises coréennes***

Plusieurs études appliquées aux firmes coréennes expliquent la diversification à l'aide des théories présentées ci-dessus (la RBV, la TCV, la MPV et l'AV). L'étude de Hong et Whang (1997) divise les ressources internes selon leur niveau de flexibilité et suppose que les ressources intangibles (la publicité et la R&D) ont une relation avec la diversification reliée (DR), alors que les ressources financières influent sur la diversification non-reliée (DU).

Le travail de Jun (1996) analyse la diversification selon la MPV, la RBV et la TCV en divisant la diversification totale (DT) en diversification reliée (DR) et diversification non-reliée (DU). La part de marché est considérée comme la variable explicative de la MPV, les actifs représentent la variable de la RBV et les dépenses de publicité, les investissements en R&D, les frais financiers et le taux de transaction interne sont des variables représentatives de la TCV.

L'étude de Jun (1997) classe les *chaebols* en deux groupes selon le ratio de propriété interne (le pourcentage des participations internes entre les entreprises affiliées sur le pourcentage du capital directement détenu par la famille) et analyse comment la part de marché et les ressources internes influent sur la diversification de chaque groupe. Elle suppose que les groupes dont la part de propriété familiale est importante adoptent une attitude prudente vis-à-vis d'une diversification excessive. Cette étude analyse les effets de la concentration de la propriété (une des deux caractéristiques des groupes coréens avec le niveau élevé de diversification) sur la diversification compte tenu de ce que la propriété indirecte par le biais des participations circulaires entre les firmes affiliées, est plus importante que la propriété directe de la famille dans la structure de propriété des *chaebols*.

La théorie de l'agence considère généralement les conflits d'intérêts entre les actionnaires et le dirigeant. Cependant, dans le cas coréen, ces conflits au sens traditionnel n'existent normalement pas parce que les actionnaires dominants (la famille du *chaebol*) participent à la gestion et dirigent directement leurs entreprises. Par contre, nous pouvons considérer le problème d'agence dû aux conflits entre les actionnaires

dominants internes et les actionnaires minoritaires externes en supposant que le groupe se diversifie pour servir les intérêts des actionnaires familiaux.

Song et Cho (1998) analysent les changements de stratégie de diversification selon l'optique de la RBV et l'optique institutionnelle en utilisant le modèle *Logit*. Cette étude retient la R&D en tant que variable représentative de la RBV, et les stratégies de diversification (les niveaux de diversifications initiaux, les ratios des *chaebols* qui adoptent la stratégie de diversification, etc.) et la succession de la direction comme les variables associées à l'approche institutionnelle.

Tableau 2. Synthèse des résultats des études précédentes sur la diversification

Auteur (date)	Variables expliquées	Variables explicatives	Résultats
Hong et Whang (1997)	Diversification reliée (DR)	Publicité R&D Actifs circulants Dettes	pas de relation - - pas de relation
	Diversification non-reliée (DU)	Publicité R&D Actifs circulants Dettes	- + pas de relation pas de relation
Jun (1996)	Diversification totale (DT)	Part de marché Actifs Actifs circulants Immobilisations corporelles Publicité R&D Coûts financiers Transaction interne	pas de relation + + + + pas de relation pas de relation pas de relation
	Diversification reliée (DR)	Part de marché Actifs Actifs circulants Immobilisations corporelles Publicité R&D Coûts financiers Transaction interne	pas de relation pas de relation + + + pas de relation pas de relation pas de relation
	Diversification non-reliée (DU)	Part de marché Actifs Actifs circulants Immobilisations corporelles Publicité R&D Coûts financiers Transaction interne	pas de relation + pas de relation + pas de relation pas de relation pas de relation pas de relation

Jun (1997)	(Groupes avec le taux élevé des participations internes) Diversification totale (DT)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	pas de relation + pas de relation - pas de relation
	Diversification reliée (DR)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	pas de relation pas de relation pas de relation pas de relation pas de relation
	Diversification non-reliée (DU)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	pas de relation + pas de relation - pas de relation
	(Groupes avec le taux faible des participations internes) Diversification totale (DT)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	+ et - + + pas de relation +
	Diversification reliée (DR)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	pas de relation pas de relation + pas de relation pas de relation
	Diversification non-reliée (DU)	Part de marché Actifs Publicité R&D Coûts financiers	+ et - + + pas de relation +
	Song et Cho (1998)	Changement de la stratégie de diversification	Chiffre d'affaires R&D DU en 1974 DR en 1974 Succession de direction Correspondance de la stratégie Ratio des <i>chaebols</i> qui adoptent la stratégie de diversification
Type de la stratégie de diversification en 1984		Chiffre d'affaires R&D DU en 1974 DR en 1974 Succession de direction Ratio des <i>chaebols</i> qui adoptent la stratégie de DU Ratio des <i>chaebols</i> qui adoptent la stratégie de DR	+ + + pas de relation pas de relation pas de relation +

#### **1.4. Hypothèses**

Nous étudions tout d'abord la relation entre la structure de propriété et la diversification. L'influence de la structure de propriété sur la performance de l'entreprise a été beaucoup étudiée, mais l'étude de la relation entre l'actionnariat et la diversification est rare dans le contexte des entreprises coréennes. L'étude de Jun (1997) dans laquelle l'impact des ressources sur la diversification est analysé en divisant les groupes en deux catégories selon les taux de participations internes, met indirectement en évidence la relation entre la structure de propriété et la diversification. L'étude de Song et Cho (1998) suppose que la succession à la tête du *chaebol* va engendrer un changement de stratégie de diversification. En effet, le fait que le successeur, souvent le fils du fondateur, prenne une part active à la diversification, est possible à condition que sa famille contrôle le groupe par la propriété directe et indirecte.

La structure de propriété d'une entreprise est susceptible d'influer sur la diversification. Claessens et *al.* (1999) expliquent les raisons pour lesquelles la diversification possède un rapport avec la réduction de la valeur de la firme à l'aide de deux hypothèses : l'hypothèse de la réduction du risque et l'hypothèse de l'appropriation. L'hypothèse de la réduction du risque affirme que la diversification est un moyen pour les grands actionnaires de réduire les risques associés aux investissements de la firme. Elle prédit que la probabilité de diversification augmente quand la part de propriété de l'actionnaire dominant augmente. Par contre, l'hypothèse de l'appropriation affirme que l'actionnaire dominant est incité à s'approprier la richesse des actionnaires minoritaires par le biais d'investissements qui lui sont profitables à lui plutôt qu'aux actionnaires minoritaires. Dans cette hypothèse, s'il n'y a pas de différence entre les droits aux flux de trésorerie et les droits de contrôle, nous ne pouvons pas facilement prévoir la relation entre la stratégie de diversification et le pourcentage du capital détenu par l'actionnaire dominant. Par contre, quand l'écart entre les deux types de droits est important, nous pouvons prévoir comment les investissements financiers directs influent sur la diversification. En présence d'une divergence entre ces deux types de droits, l'hypothèse de l'appropriation des bénéfices privés prédit que plus les droits aux flux de trésorerie sont faibles, plus l'actionnaire dominant diversifie les activités de la firme parce

qu'il en retire des bénéfices privés, alors qu'il n'est que peu affecté par les conséquences de la réduction de valeur de la firme (Bebchuk et *al.*, 1999).

La famille à la tête des *chaebols* contrôle toutes les firmes du groupe par le biais de la structure pyramidale et des participations circulaires intra-groupe bien qu'elle ne détienne directement qu'une faible part du capital. Le problème d'agence des *chaebols* découle des conflits d'intérêts entre les actionnaires familiaux et les actionnaires minoritaires, ce qui est différent de la situation des entreprises anglo-saxonnes où dominant les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires.

La famille contrôlant les *chaebols* est normalement l'actionnaire dominant avec un pourcentage de capital peu important. Dans la mesure où la part de la propriété familiale est très faible, la famille ne peut pas décider arbitrairement de mener une stratégie de diversification parce qu'elle subit facilement la mise en place d'un frein de la part des actionnaires externes et qu'elle évite de diluer son actionnariat par la diversification dans la mesure où celle-ci est financée par appel aux capitaux extérieurs (l'acquisition et la création d'une entreprise).

Si la structure de l'actionnariat familial est cependant solide avec une part du capital relativement élevée de la famille du *chaebol* et une participation indirecte, la famille peut utiliser son pouvoir discrétionnaire pour choisir la diversification à son bénéfice en sacrifiant celui des actionnaires minoritaires externes puisque le risque subi est relativement peu important par rapport aux bénéfices privés de contrôle. Dans ce cas, le problème d'agence spécifique au *chaebol* apparaît. Par contre, si la part de la propriété familiale s'élève à un niveau important, elle peut décider arbitrairement la diversification, mais elle doit considérer le risque engendré par une diversification excessive, car ses investissements sont lourds et les conséquences financières en cas d'échec de la diversification sont importantes. Le problème d'agence entre les actionnaires dominants internes et les actionnaires minoritaires externes diminuera. Cette hypothèse correspond à la thèse de Claessens et *al.*(1999) qui montre que les droits de contrôle et la diversification ont une relation en forme de U inversé.

Nous appliquons cette logique aux diversifications reliée (DR) et non-reliée (DU). Dans le cas où la part de la propriété familiale serait faible, la famille n'exerce pas une grande influence sur la gestion du groupe et elle considère aussi le frein des actionnaires

externes et la dilution de son actionnariat qu'entraîne la diversification. A ce stade, le *chaebol* se concentre sur la DR et le niveau de la DU sera faible. Dans l'étape où la part familiale augmente, elle peut prendre une décision opportuniste, car son actionnariat est solide et le prix de l'échec n'est relativement pas important par rapport aux bénéfices que la famille peut obtenir de la diversification. Elle peut adopter une stratégie de diversification agressive. Par conséquent, la DR sera faible et la DU sera forte. Par contre, si l'actionnariat familial est très concentré, la famille doit être prudente vis-à-vis de la diversification excessive parce que le risque subi en cas d'échec de la diversification est important. La DU diminue et cet actionnariat influe positivement sur la DR. Nous espérons donc une relation en forme de U entre l'actionnariat familial et la diversification reliée (DR) et en forme de U inversé entre la part de propriété familiale et la diversification non-reliée (DU).

H1 : La concentration de l'actionnariat familial possède une relation avec la diversification.

H1a : La concentration de l'actionnariat familial possède une relation en forme de U avec la diversifications reliée.

H1b : La concentration de l'actionnariat familial possède une relation en forme de U inversé avec la diversifications non-reliée.

Dans l'approche par les ressources, la firme se diversifie pour employer les ressources inutilisées avec des coûts de transaction faibles. Les ressources peuvent être généralement séparées en deux catégories : les ressources facilement utilisables dans les autres activités et celles difficilement utilisables. L'étude de Chatterjee et Wernerfelt (1991) montre que les critères de flexibilité des ressources déterminent la direction de l'expansion de la firme. Nous étudions si ces critères s'appliquent aux groupes industriels coréens. Les ressources redéployables comme les ressources financières, les actifs circulants et la publicité peuvent être utilisées à la fois dans les secteurs liés et non liés. Elles influent donc sur la diversification reliée et non-reliée. Par contre, les ressources

non redéployables comme les investissements en R & D et les actifs immobilisés, ne peuvent être facilement utilisées dans les industries non liées. Elles influent seulement sur la diversification reliée.

H2 : Les ressources non redéployables influent positivement sur la diversification reliée.

H3 : Les ressources redéployables influent positivement à la fois sur la diversification reliée et sur la diversification non-reliée.

Ayant mis en place les hypothèses, nous présentons la méthodologie adoptée pour les tester et nous effectuons des analyses empiriques.

## **2. Actionnariat, ressources stratégiques et diversification des groupes coréens : une analyse empirique**

Dans cette section, nous effectuons des analyses empiriques sur les déterminants des stratégies de diversification après avoir défini les variables et précisé la façon de les rendre opérationnelles.

### ***2.1. Sources des données, variables et méthodologie***

Dans cette sous-section, nous présentons l'évolution de la diversification de 30 groupes coréens et nous définissons les variables utilisées pour les analyses empiriques.

### 2.1.1. Composition de l'échantillon

Cette étude utilise les bases de données développées par KIS (*Korea Information Service*) et par KFTC (*Korea Fair Trade Commission*). KIS détient les informations financières de toutes les firmes coréennes depuis le début des années 1980 et KFTC gère les informations sur les 30 plus grands *chaebols* : la sélection des *chaebols* à surveiller, leur structure de propriété, leurs garanties de dettes, leurs transactions internes, etc. Dans cette analyse, nous considérons les 30 plus grands *chaebols* en 1995 et nous analysons leurs données entre 1990 (le début de l'époque de la mondialisation) et 1996 (la veille de la crise financière asiatique). En effet, après la crise financière de 1997, les *chaebols* ont subi de grands changements, ce qui rend difficile de tracer la diversification des *chaebols*. Beaucoup de *chaebols* ont connu des difficultés et ont dû vendre leurs entreprises non rentables ou les fusionner. Dans les cas extrêmes, certains *chaebols* ont disparu de la liste des 30 plus grands *chaebols* et d'autres se sont divisés (groupe *Daewoo* : *Daewoo Electronics* et *Daewoo*, groupe *Hyundai* : *Hyundai*, *Hyundai Motors*, *Hyundai Department*, etc.). C'est pourquoi il est difficile de trouver une cohérence dans les données relatives à la diversification. Nous laissons l'analyse de la diversification après la crise pour une prochaine étude.

Jusqu'aux années 1980, en Corée, compte tenu de la politique gouvernementale de soutien au développement économique, et de l'imperfection des marchés, la diversification était une stratégie pertinente pour obtenir des aides et pour économiser les coûts de transaction. Les *chaebols* ont mis en place une intégration vers l'amont et l'aval ou bien ils se sont étendus dans des activités non apparentées. Par exemple, le groupe *LG*, le 3<sup>e</sup> groupe en Corée, a débuté son activité dans le secteur cosmétique puis il a englobé la production de semi-conducteurs, et l'industrie des télécommunications<sup>1</sup>.

Après les années 1980, le gouvernement a commencé à réglementer les *chaebols* et surtout au cours des années 1990, la Corée s'est intégrée au marché mondial et le gouvernement a dû ouvrir le marché intérieur aux entreprises étrangères. Face à cette situation nouvelle, les réactions des *chaebols* en termes de stratégies de diversification sont contrastées.

---

<sup>1</sup> Milgrom P. et Roberts J. (1992), *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall, p.542-543 ; une explication du fils du fondateur de *LG* sur l'histoire de la diversification.

Face au changement de conjoncture extérieure, les groupes de grande envergure (les 5 plus grands groupes), qui s'étaient diversifiés dans les années 1980, ont cherché à améliorer leur performance; ils ont renforcé la diversification reliée et diminué la diversification non-reliée. En revanche, la diversification des groupes de petite taille a évolué en sens contraire : la diversification reliée a diminué et la diversification non-reliée a fortement augmenté (tableau 3).

Tableau 3. *Evolution des stratégies de diversification des chaebols selon la taille du groupe*

	1990			1996		
	DT	DR	DU	DT	DR	DU
5 groupes	1,9987	0,2145	1,7842	1,9773 (-1,1%)	0,2444 (13,9%)	1,7329 (-2,9%)
6 <sup>e</sup> -10 <sup>e</sup> groupes	1,6310	0,2578	1,3731	1,6968 (4,0%)	0,2466 (-4,3%)	1,4502 (5,6%)
11 <sup>e</sup> -30 <sup>e</sup> groupes	1,1944	0,1643	1,0300	1,3940 (16,7%)	0,1324 (-19,4%)	1,2616 (22,5%)
Total	1,7907	0,2117	1,5789	1,8331 (2,4%)	0,2258 (6,7%)	1,6074 (1,8%)

Parenthèse: taux de variation

Après la crise financière, parmi les 30 plus grands groupes que nous avons analysés, 14 groupes ont connu des difficultés (faillite ou négociation amiable). Nous comparons les performances et la diversification des 30 groupes en les divisant en groupes en difficulté et groupes en bonne santé. Dans le tableau 4, nous voyons que les groupes qui n'ont pas subi de difficulté, ont obtenu de relativement bonnes performances jusqu'en 1995 bien qu'ils aient réalisé leur plus mauvaise performance en 1996. En revanche, la performance des groupes en difficulté a diminué depuis 1990 et à la veille de la crise, ils ont réalisé des pertes.

Tableau 4. *Evolution de la performance*

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Groupes en bonne santé	1,69	1,19	1,39	1,48	2,54	3,78	0,79
Groupes en difficulté	1,51	1,17	0,12	0,08	0,13	-0,32	-0,83
Total	1,65	1,18	1,10	1,15	1,96	2,79	0,39

Performance : ROA (les bénéfices nets avant impôt sur les actifs)

Quant à la diversification, dans le cas du premier sous-groupe, la croissance de la diversification non-reliée a été atténuée et ils ont mis l'accent sur la diversification reliée. Par contre, les *chaebols* du deuxième sous-groupe ont diminué la diversification reliée et ont largement augmenté la diversification non-reliée. Nous pouvons constater que la diversification non-reliée est associée à la dégradation de la performance des groupes (tableau 5).

Tableau 5. *Comparaison de la diversification*

		1990	1996	Taux de variation
Groupes en Bonne santé	DT	1,8835	1,9161	1,7%
	DR	0,2088	0,2279	9,1%
	DU	1,6747	1,6883	0,8%
Groupes en Difficulté	DT	1,3144	1,4865	13,1%
	DR	0,2265	0,2170	-4,2%
	DU	1,0879	1,2695	16,7%

### 2.1.2. Définition et opérationnalisation des variables

Nous explicitons la définition des variables explicatives : variables représentatives de l'actionnariat et des ressources stratégiques et variables de contrôle.

- *Variable représentative de la structure de propriété*

Certaines études considèrent les droits de contrôle (ou de vote) des actionnaires dominants comme variable représentative de l'actionnariat (Claessens et *al.*, 1999). Dans un contexte où la plupart des *chaebols* contrôlent déjà leurs groupes par le biais des

participations indirectes, nous pensons que la possibilité d'adopter un comportement opportuniste est dépendante de la part du capital directement investi par la famille. Nous retenons la part de propriété familiale directe comme variable représentative de l'actionnariat au lieu de la part de contrôle, et nous étudions l'influence de cette variable sur la diversification. Dans cette optique, nous pourrions analyser si la diversification est liée à l'appropriation par les actionnaires dominants de la richesse créée.

*OWN = le pourcentage du capital détenu par la famille*

- *Variables représentatives des ressources*

Nous divisons les ressources en deux catégories : les ressources redéployables et non redéployables. L'intensité de la R&D et la part des immobilisations corporelles au sein de l'actif sont utilisées comme variables représentatives des ressources non redéployables. Les groupes coréens établissent les centres de R&D au niveau des groupes. Les entreprises liées (les firmes d'assemblage et les fournisseurs) financent leurs investissements en R&D et elles partagent certaines innovations technologiques. Le transfert des personnels importants parmi les firmes affiliées du groupe facilite aussi le partage des ressources technologiques entre ces entreprises (Chang et Hong, 2000). Les entreprises liées peuvent profiter du résultat de ces investissements. Les investissements en R&D influent sur la DR (diversification reliée). L'actif immobilisé corporel ne peut pas facilement être affecté à d'autres activités (Jun, 1996). Par conséquent, il permet au groupe de se diversifier dans des activités liées et influe sur la DR plutôt que sur la DU (diversification non-reliée).

*RD = l'intensité de la R&D (investissements en R&D consolidés / chiffre d'affaires consolidé)*

*TANFIXA = le pourcentage d'immobilisations corporelles (actif des immobilisations corporelles consolidé / actif total consolidé)*

Nous retenons l'intensité de la publicité, l'endettement et l'actif circulant comme variables représentatives des ressources redéployables. Toutes les firmes du groupe

peuvent profiter des effets de la publicité, des dettes et de l'actif circulant qui ne sont pas spécifiques.

Dans les années 1990, les *chaebols* ont uniformisé les noms de leurs entreprises pour profiter des effets de la publicité et pour faciliter leur pénétration sur le marché mondial (CIP : *Corporate Identification Program*). Le nom d'une entreprise coréenne commence généralement par le nom de son groupe, à la différence des firmes étrangères (par exemple, *Samsung Electronics*, *Samsung Heavy Industries*, *Samsung Life Insurance*, *Samsung Securities*, etc.). Par conséquent, toutes les entreprises du groupe profitent de la bonne image résultant de la publicité effectuée par les autres entreprises affiliées. La publicité influe non seulement sur la DR, mais aussi sur la DU. Cette hypothèse est différente des autres études (Chatterjee et Wernerfelt, 1991; Hong et Whang, 1997; Jun, 1997) qui supposent seulement une relation entre la publicité et la DR.

Le niveau d'endettement excessif des *chaebols* a été identifié comme l'une des causes de la crise financière. Pour savoir si les dettes sont utilisées pour la diversification, nous retenons le taux d'endettement comme variable représentative des ressources redéployables. Les groupes peuvent facilement accéder au marché des capitaux à des conditions favorables en utilisant les ressources et les capacités qu'ils détiennent. Une firme appartenant au groupe emprunte souvent des capitaux grâce aux garanties des autres firmes affiliées. Cela signifie que les groupes économisent les coûts de transaction. Les dettes peuvent être utilisées dans les firmes de tous les secteurs (Hong et Whang, 1997). L'actif circulant qui n'est pas spécifique est susceptible d'influer sur la DR et la DU à la fois comme la dépense de publicité et les dettes.

$AD = \text{l'intensité de la publicité (dépense de publicité consolidée / chiffre d'affaires consolidé)}$

$DEBT = \text{le taux d'endettement (dettes totales consolidées / capitaux propres consolidés)}$

$CURA = \text{le taux de l'actif circulant (actif circulant consolidé / actif total consolidé)}$

- *Variables de contrôle*

Nous retenons l'actif total en tant que variable de contrôle. Considérant la taille des groupes comme la capacité accumulée pour la diversification, nous espérons que l'actif influe positivement sur la diversification reliée et non-reliée à la fois.

*ASSETS = le logarithme de l'actif total consolidé*

Le modèle de Chatterjee et Wernerfelt (1991) considère la variation de la diversification non-reliée (DU) entre 1981 et 1985 comme une fonction du niveau des ressources en 1980, et dans l'étude de Jun (1996), la diversification en 1993 est une fonction du niveau moyen des ressources entre 1987 et 1993. Dans notre analyse, nous considérons les trois indices de la diversification (la diversification totale (DT), la diversification reliée (DR) et la diversification non-reliée (DU)) comme une fonction de la structure actionnariale et du niveau des ressources. Nous estimons le modèle suivant, utilisant la méthode de panel qui nous permet d'analyser les données individuelles – temporelles de 28 des 30 plus grands groupes<sup>2</sup> entre 1990 et 1996.

*Diversification (DT, DR, DU) = f(OWN, RD, TANFIXA, AD, DEBT, CURA, ASSETS)*

---

<sup>2</sup> Nous excluons deux groupes (*Kia et Hanbo*) dans notre échantillon. Le groupe *Kia* n'est pas contrôlé par la famille, et quant au groupe *Hanbo*, la famille détient 88,2% du capital de son groupe, valeur qui est très éloignée de la moyenne de l'échantillon.

## 2.2. Résultats et implications

Le résumé des résultats attendus et obtenus sur le sens de la relation entre variables expliquées et variables explicatives est présenté dans le tableau 6.

Tableau 6. Résultats synthétiques des régressions

Variables explicatives		Diversification reliée (DR)		Diversification non-reliée (DU)	
		attendus	obtenus	attendus	obtenus
Actionnariat	Actionnariat familial (OWN)	- et +	0	+ et -	+ et -
Ressources non redéployables	R&D (RD)	+	0	?	0
	Immobilisations corporelles (TANFIXA)	+	+	?	-
Ressources redéployables	Publicité (AD)	+	0	+	-
	Dettes (DEBT)	+	0	+	+
	Actifs circulants (CURA)	+	+	+	-
Contrôle	Actifs (ASSETS)	+	0	+	+

Note : Pour les sens attendus : +: relation positive, - : relation négative, ?: ne peut pas être prévu.

Pour les sens obtenus : +: le coefficient est positif et statistiquement significatif, - : le coefficient est négatif et statistiquement significatif, 0 : le coefficient n'est pas statistiquement significatif.

Pour un faible pourcentage de capital détenu par la famille, une élévation de la concentration du capital renforce le pouvoir familial, mais elle n'alourdit pas le risque lié à la diversification par rapport aux bénéfices attendus de celle-ci, y compris les

bénéfices privés de contrôle. Il est probable que la famille décide alors de diversifier les activités du groupe dans les secteurs non liés plutôt que dans les secteurs liés en vue de servir ses intérêts. La DU (diversification non-reliée) s'élèvera et la DR (diversification reliée) diminuera. Le problème de l'aléa moral émerge car la famille engage les stratégies de diversification en fonction de ses intérêts. Au-delà d'un certain niveau de concentration actionnariale dans les mains de la famille, la situation est inversée. Si les investissements familiaux dans le groupe augmentent, la famille maintient son contrôle, mais elle doit considérer le risque lié à une diversification excessive, surtout dans les secteurs sans lien avec l'activité principale. Elle sera prudente en matière de diversification. La DR se renforcera et la DU diminuera. Dans ce cas, l'intensité du problème d'agence entre les actionnaires familiaux et les actionnaires externes diminue.

Les résultats obtenus confirment l'hypothèse relative à la DU (H1b) (tableau 7), mais ils ne mettent pas en évidence de rapport entre la DR et la concentration actionnariale (H1a). Dans les régressions de DU, comme nous l'avons prévu, les coefficients de OWN et de OWN<sup>2</sup> sont significatifs avec les signes positifs et négatifs respectivement. La relation entre l'actionnariat familial et la DU revêt une forme de U inversé. Avec l'augmentation du pourcentage du capital détenu par la famille, la DU augmente dans la zone de faible concentration et elle diminue dans la zone de forte concentration. Quand ce pourcentage s'élève à 13-18%, la DU arrive à son maximum selon les variables introduites. Ces résultats nous permettent de suggérer que la diversification non-reliée des groupes coréens qui est critiquée pour son excès, subit l'influence de la structure de l'actionnariat des *chaebols*, caractérisée par le poids de l'actionnariat familial. Les résultats des régressions de DT sont semblables à ceux de DU. Comme la DU, la DT augmente, puis au-delà d'un certain point, elle baisse avec l'augmentation de la variable OWN. Le point d'inversion de la relation entre l'actionnariat familial et la DT est à 13-18%, pourcentage identique à celui de la DU (tableau 7).

Quoique les trois études ne soient pas directement comparables, nous rapprochons nos résultats de ceux de Claessens et *al.* (1999) et de Denis et *al.* (1997) (tableau 8). En effet, la comparaison peut être utile pour comprendre la relation structure de propriété-diversification dans différents pays.

Nos résultats mettant en évidence une relation en forme de U inversé entre le degré de diversification et l'importance de l'actionnariat familial, confortent l'hypothèse de l'appropriation. Lorsque la famille contrôle le groupe avec un faible niveau d'investissements financiers, la probabilité que l'actionnaire familial s'empare de la richesse aux dépens des actionnaires minoritaires par le biais de la diversification, s'accroît. Si les investissements de la famille s'élèvent, elle adopte une attitude plus prudente vis-à-vis de la diversification qui diminue avec l'augmentation du pourcentage du capital détenu par la famille. Par conséquent, la relation structure de propriété-degré de diversification dans les groupes coréens est mieux expliquée par l'hypothèse de l'appropriation que par celle de la réduction du risque.

L'étude de Claessens et *al.* (1999) conforte aussi cette hypothèse. Les auteurs analysent la relation entre la structure de l'actionnariat et la diversification dans le cas des entreprises de 9 pays d'Asie (Corée, Hongkong, Indonésie, Japon, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande). En moyenne, les droits aux flux de trésorerie et de contrôle de l'actionnaire dominant sont de 14,93% et de 18,63% respectivement. La diversification augmente jusqu'à 20-30% de droits de contrôle, puis elle diminue.

En revanche, les résultats de l'étude de Denis et *al.* (1997) portant sur des firmes américaines mettent en évidence une relation inverse. Les auteurs analysent les effets de l'actionnariat managérial sur la diversification. Le pourcentage moyen de capital détenu par le dirigeant s'élève à 11,7%. La diversification diminue d'abord et, au-delà du point d'inflexion (50%), augmente avec l'actionnariat managérial. Ces résultats sont conformes à l'hypothèse de la réduction du risque.

En comparant ces trois études, nous mettons en évidence la diversité des causes de diversification dans les pays asiatiques et aux Etats-Unis. Dans les firmes américaines, la diversification est motivée par une volonté de réduire le risque. Dans les firmes asiatiques où le système de protection des actionnaires minoritaires n'est pas bien développé et où la divergence entre les droits aux flux de trésorerie et les droits de contrôle est élevée, le lien entre la performance de la firme et la richesse de l'actionnaire dominant est faible et l'actionnaire dominant est incité à s'approprier une part de la richesse au détriment des actionnaires minoritaires par le biais de la diversification.

Nos résultats concernant l'analyse de la RBV montrent que les investissements en R&D (RD) n'influent ni sur la DR ni sur la DU. Nous pouvons interpréter ces résultats comme l'indication que les groupes coréens n'exploitent pas de retombées des investissements en R&D ni dans les activités liées ni dans les activités non-liées (Jun, 1996). Cependant, la proportion d'immobilisations corporelles dans l'actif (TANFIXA) a un rapport positif avec la DR et un rapport négatif avec la DU, bien que ces liens soient faibles. Les ressources non redéployables influent positivement sur la DR.

La notoriété du groupe acquise grâce à la publicité est un actif incorporel au même titre que les investissements en R&D. Dans le cas des groupes coréens où les entreprises affiliées du groupe partagent le nom de ce groupe, quand un groupe pénètre sur un nouveau marché en créant une entreprise, elle gagne la confiance des consommateurs parce qu'elle est une des affiliées d'un grand groupe connu. Nous avons donc estimé que les dépenses de publicité (AD) influent à la fois sur la DR et la DU. Mais cette hypothèse n'est pas vérifiée. Nos résultats montrent que les dépenses de publicité n'ont pas de rapport avec la DR et influent négativement sur la DU.

Nous avons formulé l'hypothèse selon laquelle les ressources déployables du groupe (les dettes, l'actif circulant) influeraient positivement à la fois sur la DR et la DU. Les dettes que les groupes peuvent contracter facilement grâce aux ressources qu'ils possèdent pourraient être utilisées pour l'expansion du groupe dans tous les secteurs, mais selon nos résultats, les dettes influent seulement sur la DU. Les groupes coréens s'endettent largement (plus de 7 fois les capitaux propres dans notre échantillon). Nous pouvons estimer que le financement de l'expansion des groupes coréens dans les nouveaux secteurs non liés repose sur les emprunts. Bien que la DU ne soit pas toujours une mauvaise stratégie, compte tenu de leur situation financière déséquilibrée, les groupes coréens auraient dû être prudents vis-à-vis de leur stratégie de diversification. Concernant l'actif circulant, il influe positivement sur la DR, mais négativement sur la DU. L'actif total en tant que variable de contrôle influe positivement sur la DU. En résumé, les résultats obtenus dans le cadre des ressources stratégiques sur les déterminants de la diversification ne satisfont pas toujours la thèse de Chatterjee et Wernerfelt.

Tableau 7. Résultats des régressions

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
Variabes	DR	DR	DU	DU	DT	DT
OWN	-0,001 (-0,54)	-0,001 (-0,40)	-0,001 (-0,28)	0,031*** (3,58)	-0,002 (-0,47)	0,029*** (3,29)
OWN <sup>2</sup>	-	0,00001 (0,18)	-	-0,001*** (-4,16)	-	-0,001*** (-3,93)
RD	-1,860* (-1,67)	-1,849 (-1,65)	3,324 (1,10)	2,624 (0,91)	1,465 (0,47)	0,776 (0,26)
TANFIXA	0,341** (2,29)	0,340** (2,28)	-0,727* (-1,80)	-0,680* (-1,77)	-0,386 (-0,92)	-0,340 (-0,85)
AD	-0,125 (-0,10)	-0,099 (-0,08)	-5,774** (-1,66)	-7,316** (-2,19)	-5,899 (-1,64)	-7,416** (-2,13)
DEBT	0,000005 (0,01)	0,00001 (0,03)	0,002** (2,38)	0,002** (2,00)	0,002** (2,31)	0,002* (1,94)
CURA	0,502*** (4,01)	0,504*** (4,00)	-0,592* (-1,74)	-0,709** (-2,18)	-0,090 (-0,26)	-0,205 (-0,61)
ASSETS	-0,003 (-0,31)	-0,003 (-0,30)	0,168*** (5,46)	0,166*** (5,67)	0,164*** (5,16)	0,163*** (5,34)
R <sup>2</sup>	0,9412	0,9412	0,9430	0,9486	0,9523	0,9565
F	63,16***	62,59***	39,41***	40,16***	42,34***	46,41***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

Tableau 8. *Comparaison de l'influence de la structure de propriété sur la diversification dans trois études empiriques*

	Notre étude	Claessens et <i>al.</i> (1999)	Denis et <i>al.</i> (1997)
Pays	Corée	9 pays d'Asie	Etats-Unis
Objet d'analyse	groupe	firme	firme
Actionnaire	famille	plus grand actionnaire	dirigeant
Pourcentage moyen de propriété ou de contrôle	13,31%	18,63%	11,7%
Point d'inflexion	13-18%	20-30%-	50%
Relation	∩	∩	∪
Hypothèse	Appropriation	appropriation	réduction de risque

\* 9 pays : Corée, Hongkong, Indonésie, Japon, Malaisie, Philippines, Singapour, Taiwan, Thaïlande.

\*\* Le degré de diversification étudié est la diversification totale mesurée par l'indice d'entropie dans notre étude, et le nombre d'industries auxquelles la firme participe dans les études de Claessens et *al.* et de Denis et *al.*

## Conclusion

L'objet de ce chapitre était d'analyser les déterminants de la diversification des groupes industriels coréens dans le cadre des théories de l'agence et des ressources stratégiques. Nous montrons que la structure de l'actionnariat familial possède une relation en forme de U inversé avec la diversification (la diversification totale et la diversification non-reliée). Ces résultats sont cohérents avec l'hypothèse de l'appropriation. Dans le contexte coréen où les actionnaires minoritaires ne sont pas bien protégés et où subsiste une divergence importante entre la propriété et le contrôle, l'actionnaire familial est susceptible d'utiliser la diversification pour servir ses intérêts. Cette analyse de la diversification du point de vue de la structure de propriété possède des implications pour la politique économique appliquée aux *chaebols*. Le gouvernement limite la participation d'une entreprise au capital d'une autre entreprise affiliée (maximum

25% de l'actif net). Les *chaebols* s'opposent à cette politique en raison des problèmes de financement liés au sous-développement du marché des capitaux et des risques de prise de contrôle par capitaux étrangers. Selon nos résultats, le gouvernement devrait inciter les *chaebols* à assumer la responsabilité de leur gestion à l'aide d'un système qui permette de diminuer la divergence entre la propriété et le contrôle.

La diversification peut être expliquée par un objectif d'utilisation efficace des ressources stratégiques abondantes, mais il est difficile d'analyser la stratégie de diversification à partir des variables représentatives de la flexibilité des ressources que Chatterjee et Wernerfelt ont utilisées.

Cette étude présente quelques limites. Elle n'a pas mesuré le degré de diversification au niveau de la firme : l'indice de diversification dans cette analyse peut en conséquence être sous-évalué. Ainsi, elle n'a pu tenir compte des transactions internes entre les entreprises affiliées à cause des bases de données incomplètes. Les transferts de ressources sous le contrôle de l'équipe dirigeante expliqueraient mieux la diversification par rapport aux quantités totales des ressources que le groupe possède.

Enfin, dans un contexte où les *chaebols* entrent en concurrence dans des industries nouvelles et prometteuses (par exemple, la télécommunication, l'informatique, la distribution, etc.), des études portant sur les déterminants de la diversification dans des industries spécifiques pourraient compléter notre étude sur la stratégie globale de diversification.

## Bibliographie

- Amsden A. (1997), « South Korea : Enterprising Groups and Entrepreneurial Government », in : Chandler A. et al.(ed.), *Big Business and the Wealth of Nations*, Cambridge University Press, p.336-367
- Barney J. (1991), « Firm Resources and Sustained Competitive Advantage », *Journal of Management*, Vol 17(1), p.99-120
- Batsch L. (1993), *La croissance des groupes industriels*, Economica
- Batsch L. (2003), « Le recentrage : une revue des approches financières », *Revue Finance Contrôle Stratégie*, Vol 6(2), juin, p.43-65
- Bebchuk L.A., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights », *Harvard Law School Olin Discussion Paper*
- Chang S.J. et Choi U. (1988), « Strategy, Structure and Performance of Korean Business Groups: A Transactions Cost Approach », *Journal of Industrial Economics*, Vol 37(2), December, p.141-158
- Chang S.J. et Hong J. (2000), « Economic performance of group-affiliated companies in Korea : Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.429-448
- Chang S.J. (2001), « Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea », Working paper
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Economica
- Chatterjee S. et Wernerfelt B. (1991), « The Link Between Resources and Type of Diversification : Theory and Evidence », *Strategic Management Journal*, Vol 12, p.33-48
- Cho C. (1999), *Evaluation des indices de la spécialisation des grands groupes*, Korea Institute for Industrial Economics & Trade (KIET), December (coréen)
- Chung K et Wang Y. K. (2001), « Republic of Korea », in : Capulong V., Edwards D. et Zhuang J. (ed.), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia*,

*Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Volume Two (Country Studies), Asia Development Bank, p.53-154

Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (1999), « Corporate Diversification in East Asia : The Role of Ultimate Ownership and Group Affiliation », Working paper, World Bank

Claessens S., Djankov S. et Lang L. (2000a), « The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations », *Journal of Financial Economics*, 58, p.81-112

Claessens S., Djankov S., Fan J. et Lang L. (2000b), « The Costs of Group Affiliation : Evidence from East Asia », Working paper, World Bank

Coriat B. et Weinstein O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Le livre de poche, Références

Denis D.J., Denis D.K. et Sarin A. (1997), « Agency Problems, Equity Ownership, and Corporate Diversification », *Journal of Finance*, Vol 52(1), March, p.135-160

Ghemawat P. et Khanna T. (1998), « The Nature of Diversified Business Groups : A Research Design and Two Case Studies », *Journal of Industrial Economics*, Vol 46(1), March, p.35-61

Granovetter M. (1998), « Coase Revisited : Business Group in the Modern Economy », in: Dosi G. et al. (ed.), *Technology, Organization, and Competitiveness : Perspectives on Industrial and Corporate Change*, Oxford University Press, p.67-103

Guillén M. F. (2000), « Business Groups in Emerging Economies : a Resource-Based View », *Academy of Management Journal*, Vol 43(3), p.362-380

Hong J. et Whang K. (1997), « A Study on the Diversification of Korean Manufacturing Companies during 1986-1991 », *Korean Management Review*, Vol 26(3), August, p.493-511 (en coréen)

Hwang I. (1999), *Chaebols' Diversification, Market Structure, and Aggregate Concentration*, Korea Economic Research Institute (en coréen)

Hwang I. (2000), « Diversification and Restructuring of the Korean Business Groups », Korea Economic Research Institute, Working Paper, September

Hwang I. et Seo J. (2000), « Corporate Governance and Chaebol Reform in Korea », *Seoul Journal of Economics*, Vol 13(3), p.361-389

- Jaquemin A. (1975), « Une mesure entropique de la diversification des entreprises », *Revue Economique*, Vol 26(5), Septembre, p.834-838
- Jensen M. (1986), « Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers », *American Economic Review*, Vol 76(2), May, p.323-329
- Jun I. W. (1996), *The Determinants of Diversification in Korean Big Business Groups*, Korea Economic Research Institute (en coréen)
- Jun I. W. (1997), « An Empirical Study on Ownership Structure and Diversification in Korean Big Business Groups », *Kyong Je Hak Yon Gu*, Vol 45(2), June, p.269-292 (en coréen)
- Khanna T. et Palepu K. (1997), « Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets », *Harvard Business Review*, Vol 75(4), July-August, p.41-51
- Koenig G. (1999), « Les ressources au principe de la stratégie », in : Koenig G. (ed.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXIe siècle*, Economica, p.199-239
- La Porta R., Lopez-de-silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, Vol 54(2), April, p.471-517
- Lins K. et Servaes H. (1999), « International Evidence on the Value of Corporate Diversification », *Journal of Finance*, Vol 54(6), December, p.2215-2239
- Milgrom P. et Roberts J. (1992), *Economics, Organization, and Management*, Prentice-Hall
- Montgomery C. (1994), « Corporate Diversification », *Journal of Economic Perspectives*, Vol 8(3), Summer, p.163-178
- Palepu K. (1985), « Diversification Strategy, Profit Performance and the Entropy Measure », *Strategic Management Journal*, Vol 6, p.239-255
- Shleifer A. et Vishny R. (1989), « Management Entrenchment : The Case of Managers Specific Investments », *Journal of Financial Economics*, Vol 25, p.123-139
- Song J. et Cho D. (1997), « Diversification Strategies and the Formation of Korean Big Business Groups (Chaebols) : Resource-based and Institutional Perspectives on the Causes of Diversification », Discussion Paper Series, APEC Study Center, Columbia University
- Tarondeau J.C. (1998), *Stratégie industrielle*, Vuibert
- Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, The Free Press

Tableau 9. *Statistiques descriptives et corrélations*

Variables	Moyenne	Ecart- type	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
1.DT	1,46	0,50	1										
2.DR	0,18	0,16	0,50*	1									
3.DU	1,28	0,44	0,95*	0,20*	1								
4.OWN	13,31	8,02	-0,28*	-0,17*	-0,25*	1							
5.OWN <sup>2</sup>	241,27	276,07	-0,22*	-0,17*	-0,19*	0,95*	1						
6.RD	0,01	0,01	0,40*	0,20*	0,38*	-0,11	-0,04	1					
7.TANFIXA	0,37	0,13	0,26*	0,12	0,25*	-0,06	0,02	0,03	1				
8.AD	0,01	0,01	0,37*	0,31*	0,30*	-0,24*	-0,23*	0,02	0,17*	1			
9.DEBT	7,20	14,60	-0,07	-0,21*	-0,00	0,22*	0,20*	-0,05	-0,13	0,26*	1		
10.CURA	0,46	0,11	-0,28*	-0,03	-0,31*	0,16*	0,06	-0,12	-0,90*	-0,15*	0,20*	1	
11.ASSETS	15,16	1,03	0,64*	0,14	0,67*	-0,16*	-0,12	0,51*	0,18*	-0,09	-0,06	-0,24*	1

\*: la corrélation est significative au seuil de 5%.

## Chapitre 4

# Evolution de la structure de propriété et rôle des actionnaires étrangers dans la structure de la gouvernance des entreprises coréennes

Les grandes entreprises coréennes ont récemment connu des changements importants dans leur structure de capital. La présence des investisseurs étrangers à la Bourse coréenne n'a cessé de croître après l'ouverture des marchés financiers aux investisseurs étrangers. Leur part dépasse aujourd'hui 40% de la capitalisation boursière. Dans certaines grandes entreprises coréennes, ils sont même majoritaires.

Les investisseurs institutionnels étrangers s'intéressent, en général, plus à la rentabilité de leurs investissements qu'à la gestion. Pourtant, un événement au cours duquel une entreprise internationale d'investissement, *Sovereign*, a défié la direction de *SK Corporation*, entreprise importante du groupe *SK*, 4<sup>e</sup> groupe en Corée, nous a donné l'occasion de réfléchir sur la pénétration des capitaux étrangers dans la structure de l'actionariat des firmes coréennes. Les investisseurs étrangers pourraient poursuivre un objectif de bénéfices à court terme par le biais de l'acquisition d'actions d'entreprises sous-évaluées en raison des déficiences de la gouvernance d'entreprise, mais avec la montée de leur part du capital, ils pourraient être actifs à défendre leurs droits en tant que propriétaires ou actionnaires comme le montrent les exigences de dividendes élevés, de gestion transparente et de nomination d'administrateurs indépendants, etc. Ceci

obligerait la famille des *chaebols* à améliorer la transparence de la gestion et à augmenter sa part de capital pour assurer la direction de gestion.

Après la crise financière de 1997, bien que les acteurs économiques aient été conscients de la nécessité de réformer le système des *chaebols*, aucun modèle de structure de propriété des grandes entreprises n'a été proposé en remplacement. D'autre part, une inquiétude liée au risque de vente des grandes entreprises aux capitaux étrangers est apparue.

Notre étude analyse la transformation de la structure de propriété des entreprises coréennes après la crise et l'impact de cette transformation sur la gouvernance d'entreprise et la performance. Elle est composée de deux parties. La première partie décrit la mutation récente de l'actionnariat induite par la présence des investisseurs étrangers. A partir d'un échantillon de 232 firmes coréennes en 2002, la deuxième partie analyse empiriquement si la montée en puissance des capitaux étrangers influe sur la gouvernance et la performance de ces entreprises.

## **1. La montée en puissance des fonds d'investissement sur les marchés financiers coréens**

Les investisseurs institutionnels se sont développés rapidement au cours des dernières années à la faveur de la déréglementation et de la mondialisation des marchés financiers. Les investisseurs institutionnels sont des organismes financiers qui gèrent, sous une forme collective, l'épargne de leurs mandants (individus, sociétés non-financières) en investissant sur les marchés financiers (OECD, 1999b ; Plihon, 1999). Selon l'OCDE (2000), les investisseurs institutionnels regroupent quatre types d'institutions : les fonds de pension, les fonds mutuels ou sociétés d'investissement, les compagnies d'assurances et les autres formes d'investisseurs institutionnels comme les fondations ou les partenariats privés d'investissement.

La gestion collective de l'épargne par les professionnels permet en principe aux

ménages de gérer plus efficacement le risque lié aux placements financiers de leur patrimoine. Cette « institutionnalisation » de l'épargne a un impact profond sur la structure et le fonctionnement des marchés des capitaux, et les investisseurs institutionnels deviennent les forces principales qui modèlent le nouveau paysage financier.

### ***1.1. Modes de gestion des investisseurs institutionnels***

Les investisseurs institutionnels cherchent à imposer des règles de gestion dans les entreprises où ils ont investi en tant qu'investisseurs et actionnaires. Leurs objectifs revêtent donc deux dimensions, financière et actionnariale : (1) maximiser la valeur actionnariale ; (2) organiser un système de contrôle externe destiné à inciter les dirigeants des entreprises à satisfaire les objectifs des actionnaires (Plihon, 2003). Le mode de gestion des fonds d'investissement pour satisfaire ces deux objectifs prend des formes variées selon la nature des investisseurs, les pays (réglementation, régimes fiscaux), le type de fonds (public, privé), etc.

Nous commençons par distinguer les modes de gestion financière des fonds d'investissement. Parmi les fonds de pension, certains sont gérés par une équipe interne (*in-house management*) en sélectionnant individuellement les entreprises dans lesquelles ils investissent (*stock picking*) (gestion interne active) afin d'obtenir des rendements supérieurs à la moyenne du marché. D'autres peuvent aussi être gérés de façon passive en reproduisant la composition d'un indice boursier (gestion passive) (Jeffers, 2000). La plupart des fonds de pension préfèrent confier la gestion de leur fonds à des gestionnaires extérieurs (*outside money manager*) comme les fonds mutuels. La majeure partie des actifs détenus par les fonds d'investissement fait l'objet d'une gestion externe et indexée pour les raisons suivantes : coûts de gestion moins élevés, responsabilité des dirigeants des fonds mieux couverte et difficulté de battre l'indice en termes de rendement (Jeffers et Plihon, 2002b).

L'orientation des stratégies actionnariales des investisseurs institutionnels (monitoring) est souvent opposée à celle des stratégies d'investissement (Del Guercio et Hawkins, 1999 ; Lumpkin, 2003). Les investisseurs qui gèrent activement leurs

portefeuilles sont plus susceptibles d'adopter une stratégie de surveillance passive. La croissance des fonds mutuels a été encouragée par la gestion déléguée des fonds de pension. Leur gestion contrainte par l'exigence de liquidité et la concurrence sévère est caractérisée par une stratégie d'investissement active, mais à l'horizon du court terme. Les fonds mutuels ont tendance à voter avec les dirigeants de l'entreprise ou à vendre (voter avec les pieds) plutôt qu'à s'engager dans un monitoring actif.

Par contre, les investisseurs qui suivent des stratégies passives (gestion indexée) en matière de gestion financière sont actifs en tant qu'actionnaires. Les investisseurs institutionnels cherchent généralement le rendement global de portefeuilles diversifiés, ce qui les conduit à détenir une faible part du capital de chaque entreprise. Pour influencer les politiques des entreprises en évitant le problème du passager clandestin, ils ont besoin d'une part significative du capital et d'un contrôle patient et continu. Les investisseurs institutionnels pratiquant la gestion indicielle et externe, ne souhaitent pas participer directement à la gestion des entreprises, mais exercent leur pouvoir sur la direction pour défendre des principes de gouvernance d'entreprise.

Plusieurs facteurs expliquent l'activisme croissant des fonds d'investissement dans un contexte dominé par la gestion externe et indexée. En premier lieu, l'activisme actionnarial a pour objet de protéger les intérêts des investisseurs institutionnels en tant qu'actionnaires en minimisant la possibilité d'expropriation par les dirigeants ou les actionnaires de contrôle des entreprises. La bonne protection des intérêts des actionnaires minoritaires par l'activisme permet d'augmenter la valeur de la firme.

Deuxièmement, les investisseurs institutionnels possèdent une responsabilité fiduciaire face à leurs clients de même que le conseil d'administration a une responsabilité face aux actionnaires. Elle est composée du principe de loyauté, du principe de prudence et du principe de gestion des risques par diversification (principes énoncés dans la loi Erisa, *Employee Retirement Income Security Act*). Selon cette loi, la responsabilité fiduciaire du mandataire peut être appréciée non seulement d'après les résultats des décisions prises mais aussi d'après les moyens, c'est-à-dire en considérant la prudence et le soin mis dans le processus de prise de décision (Jeffers et Plihon, 2002b).

Troisièmement, certains investisseurs institutionnels, notamment les fonds de pension, sont des investisseurs à long terme, qui investissent une somme importante

dans le capital des firmes suivant une stratégie indicielle. Ils ne pourraient pas vendre facilement leurs actions sur le marché. Ils sont donc plus exigeants pour protéger les actifs et pèsent sur les directions d'entreprise (Peyrelevade, 1999).

## ***1.2. Formes d'activisme actionnarial***

Nous présentons ici les formes d'activisme actionnarial des fonds d'investissement. La plupart des fonds de pension demandent à leurs gestionnaires d'exercer à leur place le vote par procuration (*proxy vote*) dans le cadre d'un cahier des charges et de rendre compte après coup (Jeffers et Plihon, 2002b). C'est une méthode relativement passive et peu coûteuse.

En deuxième lieu, les investisseurs institutionnels sélectionnent la liste des entreprises où se concentre l'activisme selon la taille relative des portefeuilles, les indicateurs de valeur actionnariale (TSR, EVA<sup>1</sup>) et la qualité de la gouvernance d'entreprise. Ils s'engagent d'abord dans un processus de négociation informelle et privée avec l'équipe dirigeante et le conseil d'administration en vue de résoudre les problèmes de gouvernance d'entreprise et de stratégie. Si ces derniers ne sont pas coopératifs, ils s'appuient alors sur des mesures formelles et publiques (les sites de *CalPERS*<sup>2</sup> et de *Hermès*).

Troisièmement, certains investisseurs institutionnels s'associent avec d'autres investisseurs institutionnels qui partagent leur opinion sur la gouvernance d'entreprise. Par exemple, *Hermès Pension Management*, fonds de pension britannique, est membre de plusieurs associations d'investisseurs institutionnels : *National Association of Pension Fund* (Royaume-Uni), *Council of Institutional Investors* (Etats-Unis), *Global Institutional Governance*, *International Corporate Governance Network* (International), et a une alliance de vote avec *CalPERS* et *TIAA-CREF*<sup>3</sup>, fonds de pension américains. S'ils s'associent et votent dans la même direction, les investisseurs institutionnels deviendront plus puissants.

---

<sup>1</sup> TSR (Total Share Return) : rendement total, EVA (Economic Value Added) : résultat économique de l'entreprise après rémunération de l'ensemble des capitaux investis, endettement et fonds propres.

<sup>2</sup> California Public Employees' Retirement System

Quatrièmement, les investisseurs institutionnels gèrent des fonds de gouvernance d'entreprise (*Corporate Governance Funds*) visant un gain en capital grâce à une stratégie d'activisme actionnarial à long terme. Ces fonds sélectionnent les entreprises ayant une valeur intrinsèque élevée, mais une valeur de marché faible à cause de problèmes de gouvernance et de stratégie, et prennent une part significative du capital des entreprises. Ils y exercent leurs droits d'actionnaire, ce qui permet d'améliorer la valeur du marché à long terme (site de *Hermès*).

L'actionnariat croissant des investisseurs institutionnels étrangers peut continuer à avoir une influence importante sur les marchés émergents. L'activisme des investisseurs institutionnels pourrait améliorer la gouvernance d'entreprise grâce à l'exercice d'un monitoring efficace permettant d'inciter les dirigeants à gérer les entreprises dans l'intérêt des actionnaires.

Nous analysons maintenant l'évolution du poids des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises coréennes.

### ***1.3. Evolution de la structure de propriété des entreprises coréennes***

Dans cette sous-section, à l'aide des données du *Korea Stock Exchange (KSE)*, le principal marché boursier, nous examinons l'évolution de la place des investisseurs étrangers dans les marchés financiers coréens (1.3.1) et la transformation de la structure actionnariale des *chaebols* (1.3.2). Enfin, nous analysons les problèmes susceptibles d'être provoqués par ces changements et les possibilités d'amélioration de la gouvernance d'entreprise dans ce contexte (1.3.3).

#### **1.3.1. Nouveaux investisseurs étrangers**

En 1992, les marchés d'actions coréens ont été ouverts pour la première fois aux investisseurs étrangers. Ces derniers ont été autorisés à investir dans le capital d'une entreprise jusqu'à 10%. Le gouvernement coréen a choisi une politique d'ouverture progressive des marchés d'actions parce qu'il s'est inquiété des risques de prise de

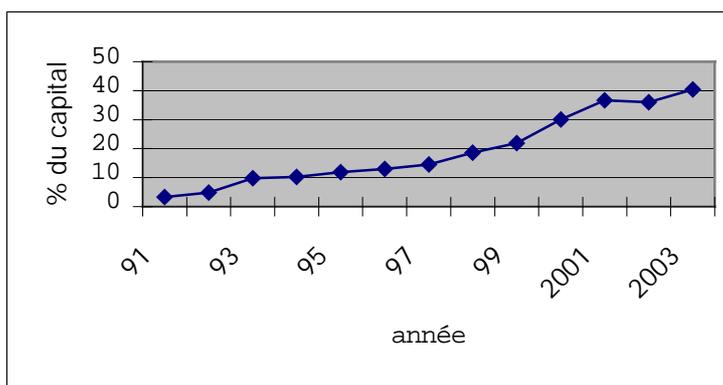
---

<sup>3</sup> Teachers Insurance and Annuity Association College Retirement Equities Fund

contrôle hostile d'entreprises domestiques par les capitaux étrangers et d'instabilité des marchés financiers induite par les mouvements de capitaux spéculatifs.

La crise financière coréenne de 1997 a changé la situation. Le FMI a demandé au gouvernement coréen d'accélérer le plan d'ouverture des marchés. Le plafond des investissements étrangers dans une firme a été relevé jusqu'à 50% du capital en 1997 et finalement les marchés d'actions ont été totalement ouverts en 1998 à l'exception du capital de quelques entreprises publiques. La part des capitaux étrangers à la Bourse de Séoul est passée de 14,6% à 40,4% de la capitalisation boursière entre 1997 et 2003 (figure 1). Cette part est supérieure non seulement à celles des pays occidentaux mais aussi à celles des autres pays asiatiques (tableau 1). La Corée devient ainsi le quatrième pays le plus investi par les investisseurs étrangers derrière la Hongrie (72,6%), la Finlande (55,7%) et le Mexique (46,4%) (Business Korea, 2004). Ces changements sont susceptibles d'entraîner des conséquences défavorables pour l'économie coréenne. D'une part, les marchés financiers coréens sont susceptibles d'être déstabilisés par les fluctuations des mouvements de capitaux étrangers. D'autre part, les investissements à long terme dans les secteurs industriels risquent d'être diminués en raison du comportement court-termiste des investisseurs institutionnels.

Figure 1. *Pénétration des investisseurs étrangers*



source : KSE

Tableau 1. *Taux de détention de la capitalisation par les investisseurs étrangers (fin, 2003)*

	Corée	Thaïlande	Grande-Bretagne	Taiwan	Japon	Allemagne	Etats-Unis
En%	40,4	32,8	32,1	23,1	17,7	15,0	10,3

Source : Korea Center for International Finance

Les investisseurs étrangers préfèrent investir dans les entreprises coréennes de grande taille. Ils sont largement dominants au sein de plusieurs d'entre elles (tableau 2). Leurs taux de détention sont, dans tous les cas, supérieurs à ceux du capital fermé. Certaines firmes comme *Samsung Electronics*, *Hyundai Motors* et *POSCO*, sont détenues à plus de 50% de leur capital par des investisseurs étrangers.

Tableau 2. *Exemple de la présence des investisseurs étrangers dans le capital des grandes entreprises coréennes (fin 2003,%)*

Firmes	Investisseurs étrangers	Actionnaire de contrôle
Samsung Electronics	60,1	14,1
Samsung Corporations	37,4	13,1
Samsung SDI	38,3	27,6
Hyundai Motors	54,8	24,6
LG Electronics	33,6	32,3
SK	43,5	18,2
SK Telecom	48,6	35,1
POSCO	66,5	3,3
Korea Telecom	45,5	26,5
Shinsegei	50,9	31,3

Source: KSE. POSCO et Korea Telecom sont des entreprises privatisées.

En Corée, une prise de participation doit être déclarée auprès de la Bourse dès qu'elle dépasse 5% du capital. Le nombre de firmes dont le capital détenu par un investisseur étranger est supérieur à 5%, est passé de 55 à 114 entre 2001 et 2003 sur un total de 454 firmes coréennes cotées. A la fin de 2003, le nombre d'entreprises dans lesquelles la part des investisseurs étrangers est plus élevée que celle des actionnaires de contrôle atteint 41. De plus, dans 23 entreprises, les investisseurs étrangers sont déjà des

actionnaires dominants.

D'une manière générale, bien que la part du capital détenue par les investisseurs étrangers soit importante, les familles des *chaebols* peuvent se protéger contre la menace de perte de contrôle en raison de la difficulté pour les investisseurs étrangers de s'organiser contre la direction en place. Néanmoins, les actionnaires étrangers dirigés par des investisseurs institutionnels, habitués à la gouvernance d'entreprise anglo-saxonne, sont susceptibles d'exiger une amélioration de la gouvernance d'entreprise et une gestion privilégiant la valeur actionnariale, ce qui va influencer sur les modes de gestion et la conduite stratégique des *chaebols*.

### 1.3.2. Evolution de l'actionnariat des *chaebols*

Nous analysons ici la réaction des actionnaires familiaux à la percée des investisseurs étrangers. Depuis 2000, la part du capital détenue par les plus grands actionnaires a tendance à croître (tableau 3). Face à la montée de la part du capital détenue par les investisseurs étrangers, au mouvement des actionnaires minoritaires et à l'exercice des droits de vote par les investisseurs institutionnels, les actionnaires en place tendent à renforcer leur part de capital.

Tableau 3. *Part du capital détenue par les plus grands actionnaires*

Année	2000	2001	2002	2003
Pourcentage	38,18	39,19	39,96	41,52

Source : KSE, pourcentage moyen simple sur 454 firmes cotées

Le problème est cependant venu du fait qu'ils renforcent leur contrôle par le biais des participations circulaires entre les entreprises affiliées. Autrement dit, ils utilisent le capital fictif plutôt que d'injecter de l'argent frais. Nous analysons l'évolution de l'actionnariat des 24 *chaebols* qui subsistent aujourd'hui parmi la liste des 30 premiers *chaebols* établie pendant 10 ans sur la base de données que la Commission de la concurrence (*Korea Fair Trade Commission*) publie chaque année (tableau 4). Nous utilisons le *t-test* pour voir si la différence entre les moyennes de deux échantillons est assez grande pour être considérée statistiquement significative. La part du capital directement détenue par les familles des *chaebols* a tendance à diminuer. Cette part

passe de 14,69% à 7,92% entre 1990 et 2000. Cette diminution est significative au seuil de 1%. Les familles ont réduit leur part du capital pour favoriser l'amélioration de la structure financière et la restructuration de leurs groupes. En revanche, la part détenue par les entreprises affiliées ou le *holding* augmente pour stabiliser ou défendre leur position de dirigeants, ce qui leur permet de maintenir leur influence. Le renforcement du contrôle à l'aide des participations entre les entreprises affiliées est accentué après la crise financière. Il semble que cette tendance résulte de l'ouverture des marchés financiers et de la suppression du plafond de 25% limitant les prises de participation des filiales de *chaebol*. Globalement, l'actionnariat intra-groupe n'est pas modifié au cours de la période. La différence des taux de détention interne n'est pas statistiquement significative.

Tableau 4. *Evolution de l'actionnariat intra-groupe (en %)*

	1990(A)	1996(B)	2000(C)	B-A	C-B	C-A
Famille	14,69	10,24	7,92	-4,45***	-2,32**	-6,77***
Affiliées	31,32	33,42	40,40	2,10	6,98**	9,08***
Total	46,01	43,66	48,32	-2,35	4,66	2,31

\*\* : significatif au seuil de 5%, \*\*\* : significatif au seuil de 1%

### 1.3.3. Rôle des actionnaires étrangers

Nous analysons maintenant le rôle des investisseurs étrangers, et notamment celui des investisseurs institutionnels étrangers, dans la structure de gouvernance des entreprises coréennes.

L'accroissement de la part des investisseurs étrangers influe positivement sur la performance des entreprises mesurée par le cours des actions. La variation des cours des entreprises dans lesquelles un investisseur étranger rachète un bloc de plus de 5% de capital, est supérieure à celle de la moyenne du marché. Les cours des actions des 38 firmes dont les investisseurs étrangers rachètent un bloc de plus de 5% de capital en 2002, ont augmenté de 20,9% alors que les marchés d'actions ont chuté de 9,5%. En 2003, la valeur boursière des firmes après le rachat de blocs par les investisseurs étrangers a progressé plus que la moyenne du marché mesurée à l'aide de l'indice de la Bourse coréenne, appelé KOSPI (*Korea Composite Stock Price Index*) soit 60,2% contre

29,2% (tableau 5).

Tableau 5. *Rachat de blocs par les investisseurs étrangers et variation des cours des actions*

	2002	2003
Nombre de firmes	38	62
Variation(%)	20,9	60,2
Moyenne de KOSPI(%)	-9,5	29,2

Source : KSE

A la lecture du tableau 6, il apparaît que les entreprises dont la part du capital détenue par des investisseurs étrangers est élevée, poursuivent un objectif de performance élevée et de faible endettement. Ainsi, le taux d'endettement des entreprises dont le capital est détenu à plus de 40% par les investisseurs étrangers ne s'élève qu'à 81,5% et leur rentabilité (ROS et ROE) est supérieure à celle des entreprises dont la part du capital détenue par les investisseurs étrangers est plus faible.

Tableau 6. *Part des investisseurs étrangers et performance (fin 2003)*

	Part					Moyenne
	-10%	10-20%	20-30%	30-40%	40%-	
Nombre de firmes	331	42	33	29	32	467(total)
Taux d'endettement	130,1	127,4	81,8	126,7	81,5	100,14
ROS	4,22	5,91	8,41	8,06	13,06	8,80
ROE	1,73	11,36	8,93	13,35	17,25	11,18

Source : KSE

Pourquoi les entreprises coréennes deviennent-elles la cible des investisseurs institutionnels ? Tout d'abord, la valeur de marché des firmes appartenant aux *chaebols* est souvent sous-évaluée (phénomène baptisé *Korea discount*), bien que ces firmes obtiennent de bons résultats, à cause des problèmes de gouvernance d'entreprise (manque de transparence, investissements dans les entreprises affiliées, etc.). Par exemple, le PER (*Price-Earnings Ratio* : le rapport entre le cours et le bénéfice par

action d'une entreprise) de *Samsung Electronics*, qui réalise plus de bénéfices que ses rivaux *Nokia* et *Intel*, est plus faible que celui de ces derniers. Les investissements dans les entreprises sous-évaluées peuvent ainsi devenir rentables après l'amélioration de la gouvernance d'entreprise.

Deuxièmement, il existe un problème de structure de propriété. La famille détenant une part de capital relativement limitée contrôle toutes les entreprises du groupe par le biais des participations inter-firmes. La part du capital détenue directement par la famille des *chaebols* continue à diminuer. Par contre, pour préserver le contrôle des groupes, la prise de participations entre les entreprises affiliées est indispensable. Pourtant, dans certaines entreprises, le pourcentage du capital détenu par la famille et les entreprises affiliées est relativement faible. Ces entreprises ne sont plus à l'abri d'une prise de contrôle hostile.

Troisièmement, les actionnaires minoritaires revendiquent de plus en plus le respect de leurs droits en s'organisant contre les actionnaires familiaux puissants. Il est possible qu'ils s'associent avec les investisseurs étrangers. Dans ce contexte, les droits de contrôle de la famille des *chaebols* dans certaines grandes entreprises sont menacés. Dans la plupart des cas, la famille contrôlant un *chaebol* peut conserver son contrôle mais ce dernier n'est pas absolu.

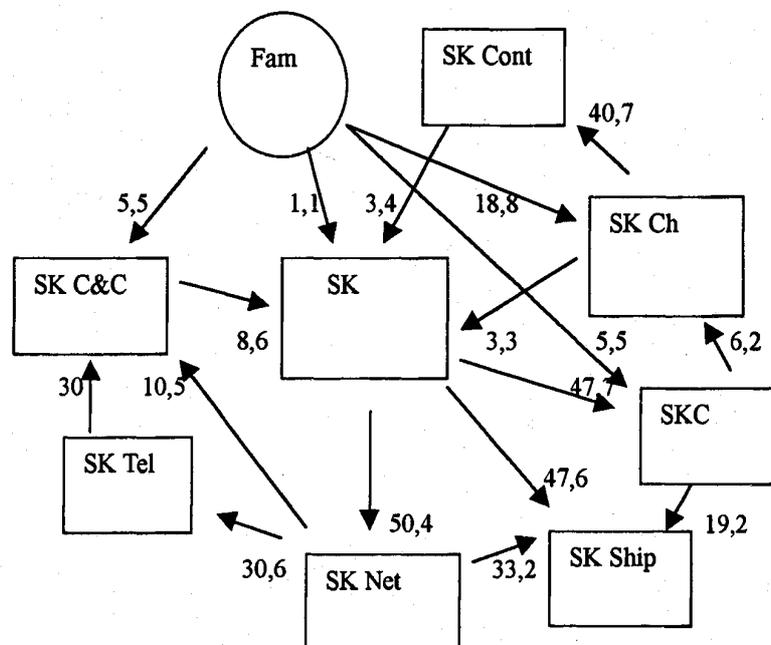
Prenons l'exemple du groupe *SK*<sup>4</sup>, 4<sup>e</sup> groupe coréen. En février 2004, en demandant la nomination de ses représentants au poste d'administrateurs, *Sovereign*, une société d'investissement internationale détenant 14,99% du capital a défié la direction qui détient 15% des droits de vote à l'assemblée générale de *SK Corporation*, une entreprise principale du groupe *SK*. La famille du groupe *SK* a finalement pu défendre son contrôle en promettant l'amélioration de la gouvernance d'entreprise aux créanciers, investisseurs institutionnels coréens et actionnaires minoritaires.

La figure 2 retrace la structure de propriété des principales entreprises du groupe *SK*.

---

<sup>4</sup> Initialement situé dans l'industrie textile, le groupe *SK* a étendu ses activités dans le secteur de l'énergie et de la chimie dans les années 1980 et dans le secteur de l'information et des télécommunications dans les années 1990.

Figure 2. Structure de propriété des principales entreprises du groupe SK  
(fin 2003 en %)



Fam : Famille, SK : SK Corporation, SKC: SKC, SK Cont: SK Construction, SK Ch: SK Chemical, SK C&C: SK C&C, SK Tel: SK Telecom, SK Net: SK Networks, SK Ship: SK Shipping

Source: KSE

La famille fondatrice du groupe *SK* contrôle toutes ces entreprises par l'intermédiaire de participations directes et indirectes. A la différence des autres entreprises affiliées, le pourcentage du capital de *SK Corporation* détenu par la famille et les entreprises affiliées est relativement faible (16,4%), bien que *SK Corporation* joue un rôle de *holding*. *SK Corporation* ne peut pas facilement vendre les actions des entreprises affiliées dans cette situation, alors que cette relation exerce une influence négative sur la valeur de marché. Le cours des actions de *SK Corporation* avait en fait chuté à la suite du scandale financier de *SK Networks*<sup>5</sup>, dont l'actionnaire majoritaire est *SK Corporation*. A la limite, des actionnaires qui parviendraient à prendre le contrôle de *SK*

<sup>5</sup> *SK Networks* a été accusé de gonfler ses bénéfices en manipulant des comptes en 2003 (environ 1 milliard d'euros). Après cette révélation, les cours des actions des entreprises appartenant au groupe *SK* et des banques qui avaient prêté de l'argent à *SK Networks* ont chuté. Cette affaire considérée comme un « *Enron* coréen » a provoqué une baisse de confiance des investisseurs dans les entreprises coréennes.

*Corporation*, pourraient contrôler la majorité des entreprises du groupe *SK*. Au cours de l'année de l'investissement de *Sovereign* dans *SK Corporation*, le cours de *SK Corporation* a été multiplié par 4, et *Sovereign* a gagné 400 millions d'euros malgré des résultats économiques mitigés. Il est sûr que l'augmentation du cours est venue du conflit pour la direction de l'entreprise entre la famille fondatrice *SK* et *Sovereign*. Toutefois, cette dernière ne rachètera plus de capital pour acquérir *SK Corporation* car elle doit diversifier ses risques et aussi révéler la composition de son portefeuille d'investissements à ses apporteurs. C'est la première fois, en Corée, que la direction d'une entreprise principale du *chaebol*, qui joue un rôle de *holding*, est menacée par des actionnaires extérieurs. L'exemple de *SK* montre que les entreprises sous-évaluées et faiblement détenues par les familles dirigeantes, peuvent devenir une cible pour les investisseurs étrangers.

Néanmoins, avec le souci de diversifier leur portefeuille et de garantir sa liquidité, dans un contexte d'asymétrie d'information, les investisseurs institutionnels sont susceptibles d'exiger des performances à court terme. Cette contrainte conditionnerait le mode d'évaluation et de gestion des dirigeants (Charreaux, 1997).

Dans un contexte où la part du capital détenue par les investisseurs étrangers dépasse 50% dans certaines grandes entreprises, une politique, destinée à les séduire en permettant des hausses du bénéfice par action ou de la rentabilité des capitaux investis, serait nécessaire. Entre 2000 et 2004, *Samsung Electronics* a dépensé ainsi 7854 milliards de won (environ 5,2 milliards d'euros) dans le rachat de ses propres titres. D'après le tableau 7, nous constatons que la moitié du bénéfice net a été consacrée à des versements aux actionnaires. En dépit de l'objectif de maximisation de la valeur actionnariale, la montée en puissance des actionnaires étrangers risque de diminuer les investissements industriels nécessaires à la croissance des entreprises coréennes.

Tableau 7. Versements en faveur des actionnaires de Samsung Electronics  
(unité : milliard de won)

Année	2000	2001	2002	2003	2004
Résultat net (a)	6015	2947	7052	5959	10787
Dividendes (b)	509	330	913	887	1564
Rachats d'actions (c)	534	-	1500	2028	3792
(b+c) / a	17,3%	11,2%	34,2%	48,9%	49,7%

Source: Samsung Electronics, 2005

En résumé, l'importance croissante des capitaux étrangers pourrait changer fondamentalement le paysage des marchés financiers coréens. D'une part, le rôle croissant des investisseurs étrangers dans les marchés d'actions coréens pourrait améliorer la gouvernance d'entreprise et augmenter la valeur des groupes coréens. D'autre part, une gestion des entreprises coréennes à trop court terme serait susceptible de compromettre leur avenir, du fait d'un investissement insuffisant. Afin d'apprécier l'impact de la présence des investisseurs institutionnels étrangers dans le capital des entreprises coréennes, nous analysons maintenant empiriquement la relation entre structure de propriété, gouvernance d'entreprise et performance des entreprises coréennes.

## **2. Actionnariat, composition du conseil d'administration et performance des firmes coréennes : une analyse empirique**

Deux analyses empiriques constituent cette partie. La première concerne les déterminants de la composition du conseil d'administration, et la deuxième étudie l'influence de l'actionnariat (parts du capital détenues par la famille et par les investisseurs institutionnels étrangers) et de la composition du conseil d'administration sur la performance.

### ***2.1. Sources des données et définition des variables***

Dans cette sous-section, nous détaillons la composition de l'échantillon et définissons les variables.

#### **2.1.1. Composition de l'échantillon**

Cette étude utilise les bases de données développées par KSE (*Korea Stock Exchange*), KLCA (*Korea Listed Companies Association*) et KIS (*Korea Information Service*). Pour analyser l'évolution de l'actionnariat et son impact sur la gouvernance d'entreprise et la performance après la crise financière, nous considérons les 232 premières entreprises coréennes cotées selon le critère de l'actif total en 2002. Elles représentent 34,4% des entreprises cotées sur la place de Séoul.

La capitalisation de notre échantillon s'élève à 74,2% des marchés d'actions coréens. Après la crise financière, le pouvoir économique est concentré dans les mains des grands groupes. Les 39 entreprises constituant les 4 premiers grands groupes représentent à elles seules plus de 50% de la capitalisation, du chiffre d'affaires et des bénéfices nets dans notre échantillon et 43,5% de la capitalisation des marchés d'actions coréens. En particulier, nous remarquons la domination du groupe *Samsung*. La valeur de *Samsung Electronics* s'élève à elle seule à 20% des marchés d'actions coréens (tableau 8).

Tableau 8. *Concentration du pouvoir économique*

Groupe	Capitalisation (en % de l'échantillon)	Capitalisation (en % du marché total)	Chiffre d'affaire (en % de l'échantillon)	Bénéfice net (en % de l'échantillon)	Actif (en % de l'échantillon)
Samsung (12) (Samsung Electronics)	32,9 (26,8)	24,4 (19,9)	23,8 (10,1)	32,3 (27,3)	14,1 (7,9)
SK (7)	11,9	8,9	6,6	6,2	6,9
LG (14)	6,9	5,1	8,9	5,0	6,8
Hyundai Motors (6)	6,8	5,1	11,5	10,5	9,0
Total des 4 groupes (39)	58,5	43,5	50,8	54,0	36,8
Total des 232 entreprises	100	74,2	100	100	100

### 2.1.2. Définition et opérationnalisation des variables

Nous explicitons tout d'abord la définition des variables dépendantes puis celle des variables explicatives.

- *Performance*

Bien que notre étude se focalise sur l'impact de la structure actionnariale sur la performance boursière de l'entreprise, nous incluons la performance comptable pour saisir la différence des intérêts de chaque catégorie d'actionnaires (famille, investisseurs institutionnels).

Dans le tableau 9, nous distinguons les indicateurs de performance suivant deux critères : nature de la performance (financière ou économique) d'une part, et situation dans le temps de la mesure (*ex post* ou *ex ante*)<sup>6</sup> d'autre part. S'agissant du premier critère, il correspond aux points de vue respectifs des actionnaires qui s'intéressent plus à la rentabilité des fonds propres qu'ils ont investis, et de l'ensemble des parties prenantes qui considèrent plutôt la rentabilité globale de la firme.

Concernant le deuxième critère, les indicateurs traditionnels de performance (ROE, ROI, ROA, etc.) sont mesurés *a posteriori*. Les indicateurs (*Price to Book Ratio* et le Q de Tobin) exprimant la performance *ex ante* représentent les anticipations des investisseurs prenant en compte l'incidence prévisionnelle des coûts d'agence et des structures organisationnelles (Charreaux, 1997). Le comportement des fonds d'investissement répond à une logique de « valorisation actionnariale ». Pour eux, la valeur boursière des actions de l'entreprise va primer.

Dans notre échantillon, ces indicateurs sont cependant corrélés, notamment le Q de Tobin et le *Price to Book Ratio* (PBR), le ROA et le ROI, de même que le ROI et le ROE (tableau 10). Nous retenons donc seulement trois indicateurs ; PBR, ROA et ROE.

Tableau 9. *Typologie des indicateurs de performance*

	Ex post	Ex ante
Performance financière	ROE	PBR
Performance économique	ROI ROA	Q de Tobin

Tableau 10. *Corrélations entre les indicateurs de performance (Pearson correlation)*

	Moyenne	Q de Tobin	PBR	ROA	ROI	ROE
Q de Tobin	0,4175	1				
PBR	0,6231	0,903*	1			
ROA	5,0642	0,421*	0,367*	1		
ROI	7,0837	0,375*	0,364*	0,945*	1	
ROE	11,9928	0,113	0,244*	0,639*	0,818*	1

\* : la corrélation est significative au seuil de 5%.

Le PBR est mesuré par la capitalisation boursière rapportée à la valeur comptable des capitaux propres, le ROA est mesuré par le rapport entre le bénéfice net dégagé par une entreprise et la valeur comptable de ses actifs et le ROE représente le bénéfice net rapporté à la valeur comptable des capitaux propres (Vernimmen, 2000).

<sup>6</sup> Voir l'article de Charreaux (1997)

$PBR = \text{Capitalisation boursière} / \text{Capitaux propres comptables}$

$ROA = \text{Résultats nets} / \text{Total des actifs}$

$ROE = \text{Résultats nets} / \text{Capitaux propres comptables}$

Le PBR tourne actuellement autour de 3 et le ROE dépasse les 15% sur les marchés américains (Alternatives Economiques, 2004). Dans notre échantillon, le PBR s'élève à 0,6, alors que le ROE est de 12%. Cette simple comparaison suggère que la valeur boursière des entreprises coréennes est sous-évaluée par rapport au bénéfice qu'elles réalisent.

- *Gouvernance d'entreprise*

La composition du conseil d'administration est retenue comme variable représentative de la gouvernance d'entreprise. A cet égard, nous considérons deux indicateurs : la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et la présence ou l'absence de la famille fondatrice au conseil d'administration.

Pour améliorer la gouvernance d'entreprise, le système des administrateurs externes est nécessaire et recommandé par les pouvoirs publics. Avant la crise de 1997, les conseils d'administration, entièrement nommés par les actionnaires dominants ne comportaient habituellement aucun administrateur externe (OCDE, 1999a). Maintenant, les sociétés cotées doivent attribuer un quart des sièges de leur conseil d'administration à des administrateurs externes<sup>7</sup>. La loi a restreint l'éligibilité des administrateurs externes à ceux qui n'ont pas de relations familiales avec les actionnaires dominants et qui n'effectuent pas de transactions significatives avec l'entreprise (Chung et Wang, 2001).

La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration (AE) est mesurée par le rapport entre le nombre d'administrateurs externes et le nombre total des administrateurs. Dans notre échantillon, la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration s'élève à 32,1%. Près de 9 entreprises sur 10 ont attribué au moins un quart des sièges de leur conseil d'administration à des administrateurs externes.

---

<sup>7</sup> Pour les sociétés cotées de grande taille dont l'actif total est supérieur à 2000 milliards de won (c'est-à-dire 1,3 milliards d'euros), plus de la moitié des sièges sont réservés à des membres externes.

Tableau 11. *Proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration*

Moyenne	Moins de 25%	25-50%	Plus de 50%	Total
32,1%	28 (12,1%)	154 (66,4%)	50 (21,5%)	232 (100%)

La séparation des fonctions de président et de directeur général renforce l'indépendance du conseil d'administration de l'entreprise par rapport à sa direction générale. Cependant, pendant longtemps, le président du groupe<sup>8</sup>, exerçant une fonction directe de prise de décision dans une entreprise sans être officiellement membre du conseil d'administration a pu se soustraire à sa responsabilité relative à la gestion. A partir de décembre 1998, il doit siéger au conseil d'administration, ce qui permet à l'actionnaire dominant de mettre en cause sa responsabilité en cas de mauvaise gestion (OCDE, 1999a).

La variable représentative de la présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration (CAF) est une variable dichotomique, égale à 1 si l'actionnaire dominant est membre du conseil d'administration, et à 0 dans le cas contraire. Dans trois quarts des entreprises de notre échantillon, les actionnaires familiaux sont présents au conseil d'administration.

Tableau 12. *Présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration*

Présent	Absent	Total
170 (73,3%)	62 (26,7%)	232 (100%)

- *Actionnariat*

Malgré la montée en puissance des capitaux étrangers sur les marchés financiers coréens, dans notre échantillon les familles contrôlent encore la plupart des entreprises (tableau 13). La part des entreprises contrôlées par les investisseurs étrangers n'est que de 3% de l'échantillon total. Ceci suggère que les investisseurs institutionnels, axés sur

---

<sup>8</sup> En Corée, le principal dirigeant du groupe porte le titre de Président bien qu'il ne soit pas Président du conseil d'administration. Comme nous l'avons vu au chapitre 1, le conseil d'administration étant contrôlé par la famille, il n'est pas en mesure de sanctionner le Président du groupe en cas de gestion contraire aux intérêts des actionnaires.

la gestion de portefeuille, ne s'intéressaient pas au contrôle des entreprises.

Tableau 13. *Structure de gouvernance des entreprises de l'échantillon*

Actionnaire dominant	Famille	Management	Etranger	Gouvernement	Total
Nombre de firmes	218	4	7	3	232
% de l'échantillon	94,0	1,7	3,0	1,3	100

Dans la mesure où les investisseurs institutionnels étrangers ne sont pas les actionnaires principaux, nous ne pouvons pas connaître exactement leur part du capital (la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers : 3,1% et la part du capital détenue par les investisseurs étrangers : 12,3%). Toutefois, la plupart des actionnaires étrangers sont des investisseurs institutionnels (Ahmadjian et Song, 2004). De plus, si les entreprises ne satisfont pas les intérêts des actionnaires étrangers, qui sont habitués à la gouvernance d'entreprise anglo-saxonne, ces derniers peuvent facilement s'allier contre l'équipe dirigeante. La part totale des actionnaires étrangers pourrait donc être utilisée comme approximation de la part des investisseurs institutionnels étrangers. Toutefois, la part du capital détenue par les actionnaires étrangers est corrélée avec les autres variables explicatives. C'est pourquoi nous considérons seulement la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers (FZZ)<sup>9</sup>.

Comme nous l'avons vu dans le tableau 13, le contrôle par la famille demeure une caractéristique importante de la structure de propriété des entreprises coréennes. Bien que la part familiale continue à diminuer, la famille maintient son contrôle dans la plupart des entreprises. Nous retenons la part du capital détenue par la famille (FAM), calculée en sommant les pourcentages de capital directement détenus par l'actionnaire dominant et sa famille, comme variable représentative de l'actionnariat familial. Dans notre échantillon, les familles détenant directement 16,7% du capital contrôlent 40% du capital de leurs entreprises par le biais des participations entre les entreprises affiliées.

---

<sup>9</sup> Nous obtenons d'ailleurs les mêmes résultats avec deux variables (la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers et celle détenue par les actionnaires étrangers).

- *Variables de contrôle*

Nous retenons la taille de l'entreprise et la dette en tant que variables de contrôle. La taille de la firme est incluse en tant qu'indicateur des économies d'échelle et d'envergure. Si ces économies existent dans les activités de l'entreprise, nous devons nous attendre à une relation positive entre la performance et la taille de la firme.

Compte tenu de la loi qui oblige les grandes entreprises à attribuer une partie des sièges de leur conseil d'administration à des administrateurs externes et le président du groupe à siéger au conseil d'administration, nous formulons l'hypothèse d'une relation positive entre la taille de la firme et la proportion d'administrateurs externes, d'une part, et entre cette taille et la présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration, d'autre part. D'ailleurs compte tenu du degré de complexité, la taille de la firme peut exercer une influence positive sur la proportion d'administrateurs externes. La taille de la firme (AST) est mesurée par le logarithme de l'actif total de l'entreprise.

La structure financière de l'entreprise est susceptible d'influer sur les décisions d'investissements et sur le comportement opportuniste des dirigeants. Le taux d'endettement peut aussi influencer positivement sur la proportion d'administrateurs externes en raison de l'exigence formulée par les prêteurs de siéger au conseil d'administration afin de mieux contrôler le risque qu'ils supportent. Le lien entre le taux d'endettement et la présence du président du groupe au conseil d'administration ne peut pas être prévu. La variable représentative de la dette (LIA) est mesurée par le rapport entre les dettes totales et les capitaux propres.

Nous mettons en place les hypothèses pour les analyses empiriques.

## ***2.2. Hypothèses***

Les investisseurs institutionnels s'attachant à remplir leur responsabilité fiduciaire, demandent aux entreprises concernées d'améliorer la gouvernance d'entreprise et la transparence de leur gestion, et de se concentrer sur la maximisation de la valeur actionnariale.

Considérée de manière isolée, la part du capital d'un fonds étranger dans une grande entreprise peut paraître insignifiante. Pourtant, le pourcentage total de capital que les

fonds étrangers détiennent dans certaines entreprises, est assez significatif pour qu'ils puissent exercer une influence. Les investisseurs peuvent s'allier pour voter contre les équipes dirigeantes qui ne respectent pas les principes de gouvernance d'entreprise. Ainsi, les investisseurs institutionnels publient des listes noires d'entreprises sous-performantes. Cet activisme coordonné leur permet, en s'associant, de minimiser le problème du passager clandestin (Hervé, 2001). Il est alors susceptible de parvenir à modifier la gestion des entreprises en faveur des intérêts des actionnaires. Les investisseurs institutionnels exigent une rentabilité accrue du capital et imposent des règles d'organisation (composition du conseil d'administration, transparence des comptes, etc.) (Jeffers, 2000).

L'étude de Nam et Nam (2004) sur les entreprises de trois pays asiatiques (la Corée, l'Indonésie et la Thaïlande) montre que les actionnaires étrangers sont attentifs à la qualité de la gouvernance d'entreprise. En particulier, l'efficacité du conseil d'administration est fortement liée à la concentration du capital dans les mains des investisseurs étrangers. Nous anticipons que les investisseurs institutionnels étrangers contribuent à améliorer l'efficacité du conseil d'administration. La part du capital détenue par les investisseurs étrangers est susceptible d'exercer une influence positive sur la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration car la présence d'administrateurs externes au conseil d'administration permet d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration qui protège les actionnaires.

H1 : La part du capital détenue par les investisseurs étrangers influe positivement sur la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration.

Par contre, nous ne savons pas encore si la présence de l'actionnaire familial au conseil d'administration va entraîner une amélioration de la gouvernance d'entreprise. Nous ne pouvons donc pas prévoir l'impact des capitaux étrangers sur la présence de l'actionnaire familial au conseil d'administration.

Les points de vue divergent quant à l'influence des investisseurs étrangers sur la performance des entreprises. Selon Claessens et Fan (2003), le rôle possible des investisseurs institutionnels du point de vue de la gouvernance d'entreprise en Asie est de donner confiance aux marchés. Quand l'actionnariat est concentré et qu'une firme est

soumise à un conflit d'agence entre actionnaires dominants et actionnaires minoritaires, l'entreprise va inviter les investisseurs institutionnels à entrer au capital pour accroître sa crédibilité vis-à-vis des actionnaires minoritaires sur le marché, ce qui permet à l'entreprise d'éviter une baisse du cours des actions et facilite son accès aux marchés financiers. Cependant, dans un contexte de poursuite de rente et de transactions basées sur les relations, les investisseurs institutionnels préfèrent laisser les actionnaires de contrôle continuer à protéger leurs rentes et ne pas les forcer à révéler les informations parce que, sinon, leurs valeurs seraient influencées négativement.

Pourtant la relation entre les investisseurs institutionnels étrangers et les entreprises locales peut être envisagée différemment. D'une part, comme nous l'avons vu dans la section précédente, les investisseurs institutionnels exigent fréquemment des dirigeants des entreprises d'améliorer la gouvernance d'entreprise et de privilégier la valeur actionnariale. De ce point de vue, la présence des investisseurs institutionnels aurait un impact positif sur la performance des entreprises. Le travail de Nam et Nam (2004) met en évidence une relation positive entre la présence des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises coréennes et leur performance.

D'autre part, dans un contexte où les investisseurs institutionnels ne peuvent pas facilement influencer sur la structure du capital des entreprises coréennes verrouillé par la famille, ils pourraient choisir les entreprises dans lesquelles ils investissent selon leur réputation sur le marché mondial, la qualité de la gouvernance d'entreprise, la transparence de la gestion et la valeur actionnariale (passée, actuelle et future), etc. Dans tous les cas, la concentration actionnariale des investisseurs étrangers serait positivement liée avec l'amélioration de la gouvernance d'entreprise et la performance.

H2 : La part du capital détenue par les investisseurs étrangers exerce une influence positive sur la performance.

La concentration du capital dans les mains de la famille permet à cette dernière de négliger l'amélioration de la gouvernance d'entreprise (Nam et Nam, 2004), y compris la présence d'administrateurs externes au conseil d'administration, à cause de la pression moins forte exercée par les actionnaires externes et de la faiblesse relative des coûts d'agence dans une telle situation. Ainsi, il est logique que la probabilité que la

famille siège au conseil d'administration s'accroisse quand sa part de capital s'élève.

H3a : La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration est négativement liée à la part du capital détenue par la famille.

H3b : La présence de la famille au conseil d'administration est positivement liée à la part du capital détenue par la famille.

Quand la part du capital détenue par les familles est élevée, leur intérêt correspond à la maximisation de la valeur de leurs entreprises. Il est donc envisageable que la concentration du capital familial influe positivement sur la performance de l'entreprise. Toutefois, comme nous l'avons rappelé au chapitre 2, son impact sur la performance peut être considéré de trois points de vue différents : la thèse de la convergence d'intérêts, la thèse de l'enracinement et la thèse de la neutralité. Compte tenu des résultats des régressions effectuées au chapitre 2, nous supposons que la part familiale du capital n'a pas d'effet sur la performance comptable.

En revanche, dans le contexte coréen où la probabilité que les actionnaires dominants exproprient les actionnaires minoritaires est élevée, le marché est susceptible de sous-évaluer la qualité de la gouvernance des entreprises dont la propriété familiale est concentrée et ces entreprises seraient moins performantes (Nam et Nam, 2004).

H4a : La part du capital détenue par la famille exerce une influence négative sur la performance boursière.

H4b : La part du capital détenue par la famille n'exerce pas d'influence sur la performance comptable.

Concernant l'existence d'un lien direct entre la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration en tant que variable représentative de l'indépendance du conseil d'administration et la performance, les résultats des travaux ne sont pas unanimes (Depret et Hamdouch, 2005). Par ailleurs, certaines études (Black et *al.*, 2004 ; Brown et Caylor, 2004 ; Nam et Nam, 2004) trouvent une relation positive entre la performance quelle soit boursière ou comptable et la qualité de la gouvernance comprenant tous les indicateurs de la gouvernance d'entreprise (droits des actionnaires,

conseil d'administration, administrateurs externes et transparence et diffusion de l'information, etc.).

Dans un contexte coréen où la nomination des administrateurs externes est décidée par l'assemblée générale contrôlée par la famille, les administrateurs externes ne peuvent pas échapper à l'influence directe et indirecte de la famille dominante. Ils risquent donc de s'aligner sur les intérêts de ces actionnaires dominants.

Néanmoins, la présence de membres externes au conseil d'administration est susceptible de modifier le mode de fonctionnement des conseils d'administration et d'améliorer la surveillance de la gestion dans l'intérêt des actionnaires minoritaires. Elle va donc être appréciée par le marché et elle va aussi exercer une influence positive sur la performance comptable.

H5. La proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration influe positivement à la fois sur la performance boursière et comptable.

Plusieurs travaux montrent que la séparation des fonctions de dirigeant et de président du conseil d'administration réduit les problèmes d'agence et influe positivement sur la performance boursière (Brown et Caylor, 2004 ; Yermack, 1996). Dans le contexte coréen où l'actionnaire de contrôle siège au conseil d'administration pour assumer sa responsabilité relative à la gestion, les études sur l'effet de la présence de l'actionnaire familial n'existent pas encore. Nous ne pouvons pas prévoir si cette présence incite la famille à gérer son entreprise dans l'intérêt des actionnaires minoritaires.

Nous analysons les relations entre structure de l'actionnariat, composition du conseil d'administration et performance.

### ***2.3. Résultats et implications***

Deux types d'analyse sont effectués. Le premier s'intéresse à la structure de l'actionnariat en tant que déterminant de la composition du conseil d'administration (2.3.1), le deuxième vérifie si l'actionnariat et la composition du conseil

d'administration influent sur la performance (2.3.2).

$$AE = f(FAM, FZZ, AST, LIA)$$

$$CAF = f(FAM, FZZ, AST, LIA)$$

$$Performance = f(FAM, FZZ, AE, CAF, AST, LIA)$$

Tableaux 14.

*Résultats attendus et obtenus (variables expliquées : gouvernance d'entreprise)*

Variables expliquées		AE		CAF	
		attendus	obtenus	Attendus	obtenus
Actionnariat	FZZ	+	0	?	0
	FAM	-	-	+	+

*Résultats attendus et obtenus (variables expliquées : performance)*

Variables expliquées		PBR		ROA		ROE	
		attendus	obtenus	attendus	obtenus	attendus	obtenus
Actionnariat	FZZ	+	+	+	+	+	0
	FAM	-	-	0	0	0	0
Gouvernance	AE	+	0	+	-	+	0
D'entreprise	CAF	?	-	?	0	?	0

Note : Pour les sens attendus : +: relation positive, -: relation négative, 0 : pas de relation, ?: ne peut pas être prévu.

Pour les sens obtenus : +: le coefficient est positif et statistiquement significatif, -: le coefficient est négatif et statistiquement significatif, 0 : le coefficient n'est pas statistiquement significatif.

### 2.3.1. Déterminants de la composition du conseil d'administration

Nous présentons les résultats des régressions relatives aux déterminants de la composition du conseil d'administration (tableau 15). Le rôle du conseil d'administration qui surveille les dirigeants en tant que représentant des intérêts des

actionnaires est primordial dans la gouvernance d'entreprise. En particulier, l'introduction d'administrateurs externes qui n'ont pas d'intérêts communs avec les dirigeants, peut permettre d'améliorer le fonctionnement du conseil d'administration.

Les résultats obtenus montrent une relation décroissante entre la part familiale du capital et la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration (H3a). En revanche, cette dernière n'est pas liée au pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels étrangers (H1).

La taille de l'entreprise exerce une influence positive sur la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et il n'existe pas de lien entre le niveau d'endettement et la proportion d'administrateurs externes.

En ce qui concerne la présence de la famille au conseil d'administration, comme prévu, les résultats obtenus en utilisant le modèle *Logit* montrent que la part familiale du capital exerce une influence positive sur la présence de la famille au conseil d'administration (H3b). En revanche, la part du capital détenue par les investisseurs étrangers n'influe pas sur cette variable.

La composition du conseil d'administration dépend donc finalement de la part familiale du capital plutôt que la part du capital détenue par les actionnaires externes.

Tableau 15. Résultats des régressions (composition du conseil d'administration)

	Modèle 1	Modèle 2		Modèle 3	Modèle 4
Variables	AE	AE	Variables	CAF	CAF
FZZ	-0,044 (-0,495)	-0,036 (-0,361)	FZZ	-0,023 (1,467)	-0,019 (1,046)
FAM	-0,124** (-2,405)	-0,259*** (-4,603)	FAM	0,094*** (29,926)	0,094*** (32,114)
AST	5,812*** (8,687)		AST	0,059 (0,194)	
LIA	0,106 (0,502)		LIA	-0,081 (1,399)	
R <sup>2</sup>	0,314	0,085	Nagelkerke	0,312	0,301
F	25,944***	10,705***	Chi-deux	55,961***	53,681***

Note : Dans les modèles 1 et 2, les valeurs de t sont entre parenthèses. Dans les modèles 3 et 4, les valeurs de *Wald* sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

### 2.3.2. Impact de la structure de propriété et de la composition du conseil d'administration sur la performance

Avant d'effectuer l'analyse des régressions, nous procédons à une comparaison des performances des entreprises selon la concentration de leur actionnariat.

- *Comparaison de performance*

Nous comparons les performances des entreprises distinguées selon la concentration de la propriété. Pour chacune des variables (part du capital détenue par la famille et part du capital détenue par les investisseurs institutionnels), nous sélectionnons deux groupes d'entreprises. Dans les premiers groupes, les parts du capital détenues respectivement par la famille et les investisseurs institutionnels étrangers sont les plus élevées (30% de l'échantillon). Les deuxièmes groupes correspondent aux entreprises dont les parts du capital détenues par la famille et les investisseurs institutionnels étrangers respectivement sont les plus faibles (30% de l'échantillon). Nous comparons la moyenne des performances des deux groupes (tableau 16).

En ce qui concerne les variables représentatives de l'actionnariat, interne et externe, aucune différence significative ne peut être mise en évidence entre les deux groupes d'entreprises pour les indicateurs de performance *ex post* (ROA et ROE) (H2, H4b).

Par contre, des différences très nettes apparaissent pour les indicateurs de performance *ex ante* (*Price to Book Ratio*). Les entreprises dont le capital est le plus concentré dans les mains des actionnaires étrangers sont plus performantes que les autres. Cela signifie que la valeur boursière des entreprises coréennes est positivement liée à la présence des capitaux étrangers (H2).

Les entreprises dont le capital est le plus concentré dans les mains des familles dominantes sont moins performantes que les autres (H4a). Ces résultats indiquent que les investisseurs préfèrent investir dans les entreprises dont le capital est moins concentré dans les mains des familles. Nous pouvons les interpréter, dans un contexte coréen où les bénéfices privés du contrôle sont encore importants en raison de la protection imparfaite des actionnaires minoritaires, comme le signe que la concentration de l'actionnariat familial conforte les bénéfices des familles et que le marché sous-évalue finalement ces entreprises. Nous effectuons l'analyse des régressions en

intégrant les variables de contrôle.

Tableau 16. *Comparaison de performance*

	PBR		
	Elevé	Faible	Différence
FAM	0,511	0,868	-0,358***
FZZ	0,895	0,481	0,414***
	ROA		
	Elevé	Faible	Différence
FAM	5,445	6,636	-1,191
FZZ	5,614	6,656	-0,043
	ROE		
	Elevé	Faible	Différence
FAM	9,435	19,327	-9,892
FZZ	10,451	13,303	-2,853

Note : « Elevé » inclut les firmes dont les pourcentages du capital détenus par la famille et les investisseurs institutionnels étrangers respectivement sont les plus élevés (30% de l'échantillon) et « Faible » inclut les firmes dont les pourcentages du capital détenus par la famille et les investisseurs institutionnels étrangers respectivement sont les plus faibles (30% de l'échantillon). \*\*\*, \*\*, \* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 1%, 5%, 10% respectivement.

- *Analyse des régressions*

Nous présentons les résultats des régressions dans le tableau 17.

La part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers exerce une influence positive sur la performance *ex ante*, le PBR (H2). On sait que les indicateurs de performance *ex ante* reflètent l'incidence prévisionnelle des coûts d'agence et des structures organisationnelles (Charreaux, 1997). Dans la mesure où la concentration du capital des investisseurs institutionnels étrangers exerce une influence favorable sur la gouvernance des entreprises coréennes, il est logique que cette variable soit positivement liée aux anticipations de valeur de firme.

Cependant, concernant la performance *ex post*, la part du capital détenue par les investisseurs étrangers influe faiblement sur le ROA et n'a pas d'effet sur le ROE (H2). Ces résultats signifient que les investisseurs institutionnels étrangers n'attendent pas la

réalisation des bénéfices qui pourraient être transformés en dividendes.

Ces causalités peuvent être interprétées autrement. Dans un contexte où le contrôle par la famille du *chaebol* est solide, les investisseurs institutionnels étrangers ne peuvent pas facilement influencer sur la gestion des entreprises dans lesquelles ils investissent. Ils investiraient donc dans les entreprises qui ont une bonne gouvernance d'entreprise et possèdent déjà une valeur de marché future élevée.

L'impact positif de la présence des capitaux étrangers sur la performance boursière des entreprises coréennes reflète le rôle des investisseurs étrangers sur les marchés financiers coréens. Les investisseurs étrangers peuvent contribuer à surveiller la gestion des *chaebols* et à améliorer la gouvernance des entreprises coréennes.

Par contre, la part du capital détenue par la famille dirigeante influe négativement sur la valeur de marché (H4a). Nous pensons que les entreprises dont la part du capital détenue par la famille est élevée, seraient sous-évaluées par les marchés à cause du risque de spoliation des actionnaires minoritaires par l'actionnaire familial. Elle n'influe pas sur les performances *ex post* (H4b).

La taille de la firme influe positivement sur la performance *ex ante* et négativement sur la performance *ex post* bien que les niveaux de significativité soient faibles. Le taux d'endettement n'a d'effet ni sur le PBR et ni sur le ROA. Il influe positivement sur le ROE. En effet, tant que la rentabilité des actifs (ROA) de l'entreprise endettée est supérieure au coût de la dette, la rentabilité des capitaux propres (ROE) est plus élevée que celle des actifs. L'actionnaire profite d'une rentabilité meilleure que celle de son entreprise. Du fait de ce levier financier, la rentabilité de l'actionnaire est d'autant plus grande que le taux d'endettement est plus élevé (Batsch, 2002).

Aucun lien direct entre proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et performance boursière n'est trouvé. La première influe négativement sur le ROA au seuil de 5% (H5). Dans un contexte où la plupart des administrateurs externes sont nommés sous l'influence des actionnaires familiaux, la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration est susceptible de ne pas exercer d'influence sur la performance. Ou bien, comme le montrent les autres travaux (Black et *al.*, 2004 ; Brown et Caylor, 2004 ; Depret et Hamdouch, 2005 ; Nam et Nam, 2004), la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration ne serait pas une variable représentative de la qualité de la gouvernance d'entreprise.

Par contre, la présence de la famille au conseil d'administration influe négativement sur la performance boursière, mais n'a pas d'effet sur les performances comptables. Le gouvernement a recommandé aux actionnaires dominants de siéger au conseil d'administration afin d'éviter la divergence entre le contrôle et la responsabilité. Pourtant, les résultats obtenus montrent que la présence des actionnaires dominants au conseil d'administration n'est pas appréciée par le marché.

Nous envisageons finalement la possibilité que l'impact de la composition du conseil d'administration sur la performance boursière dépende du niveau de concentration actionnariale (tableau 18). Le travail de Nam et Nam (2004) montre que l'impact de la qualité de la gouvernance d'entreprise sur la performance dans les entreprises contrôlées par les actionnaires externes est plus grand que celui dans les entreprises contrôlées par la famille. Pour tester ces liens, nous incluons les variables de l'interaction entre la structure de l'actionnariat et la composition du conseil d'administration.

Les résultats obtenus montrent que le lien entre la composition du conseil d'administration et la performance boursière est différent selon la structure de l'actionnariat. Premièrement, même en tenant compte de la part du capital détenue par la famille, la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration n'a toujours pas d'effet sur la performance boursière (effet négatif avec une significativité faible) (modèles 1 et 3). En revanche, quand la part du capital détenue par les investisseurs étrangers est élevée, elle influe positivement sur la performance (modèles 1 et 4). Ces résultats montrent que la présence d'administrateurs externes est d'autant plus susceptible de jouer un rôle efficace que la part du capital détenue par les actionnaires externes est élevée. Il est donc important d'assurer l'indépendance des administrateurs externes.

Deuxièmement, quand la part familiale du capital est élevée, la présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration influe négativement sur la performance boursière (modèles 2 et 5). Par contre, quand la part du capital détenue par les investisseurs étrangers est élevée, elle influe positivement sur cette même performance (modèles 2 et 6). Ceci montre que la présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration, qui est recommandée par le gouvernement, n'est susceptible de produire un effet favorable sur la performance que dans la mesure où la part du capital détenue par les actionnaires externes est élevée.

Tableau 17. *Résultats des régressions (performance)*

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
Variabes	PBR	PBR	ROA	ROA	ROE	ROE
FZZ	0,016*** (3,552)		0,085* (1,706)		0,092 (0,420)	
FAM	-0,005* (-1,761)		-0,031 (-1,072)		-0,208 (-1,615)	
AE		0,003 (0,824)		-0,075** (-2,004)		-0,041 (-0,247)
CAF		-0,207** (-2,359)		-1,122 (-1,163)		-6,933 (-1,632)
AST	0,061* (1,807)	0,061 (1,555)	-0,721* (-1,901)	-0,127 (-0,296)	-3,096* (-1,856)	-2,254 (-1,189)
LIA	0,009 (0,797)	0,003 (0,305)	-0,165 (-1,375)	-0,173 (-1,450)	2,642*** (5,000)	2,619*** (4,974)
R <sup>2</sup>	0,104	0,059	0,039	0,039	0,125	0,124
F	6,621***	3,589***	2,308*	2,302*	8,132***	8,001***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

Tableau 18. *Résultats des régressions (PBR)*

	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5	Modèle 6
Variabes	PBR	PBR	PBR	PBR	PBR	PBR
FAM*AE	-0,0001 (-1,248)		-0,0002* (-1,951)			
FZZ*AE	0,001*** (4,271)			0,001*** (4,553)		
FAM*CAF		-0,006** (-2,452)			-0,006** (-2,367)	
FZZ*CAF		0,016** (2,325)				0,016** (2,235)
AST	0,059* (1,819)	0,060* (1,759)	0,075** (2,226)	0,066** (2,052)	0,065* (1,898)	0,083** (2,509)
LIA	0,010 (0,940)	0,006 (0,566)	0,006 (0,520)	0,011 (1,062)	0,004 (0,370)	0,009 (0,873)
R <sup>2</sup>	0,118	0,076	0,047	0,112	0,052	0,052
F	7,587***	4,693***	3,753**	9,574***	4,371***	4,162***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. \*, \*\*, \*\*\* correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10%, 5%, 1% respectivement.

## Conclusion

Nous avons analysé l'évolution de l'actionnariat des entreprises coréennes et son impact sur la gouvernance d'entreprise et la performance. Après l'ouverture des marchés financiers, la présence des investisseurs étrangers dans le capital des entreprises coréennes n'a cessé d'augmenter. Dans certaines entreprises, les investisseurs étrangers sont aujourd'hui majoritaires. Face à cette montée en puissance des investisseurs étrangers, les *chaebols* réagissent en renforçant leur contrôle à l'aide des participations entre les entreprises affiliées.

La part du capital détenue par la famille influe sur la composition du conseil

d'administration. La valeur de marché de l'entreprise est positivement liée à la part du capital aux mains des investisseurs institutionnels étrangers et négativement au pourcentage du capital détenu par la famille de contrôle. Si la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers est élevée, ils peuvent demander à l'équipe dirigeante d'améliorer la gouvernance d'entreprise et de privilégier la valeur actionnariale, ce qui permet aux actionnaires de protéger leur investissement en prévenant le comportement opportuniste de l'actionnaire dominant. Ceci permet d'expliquer pourquoi les capitaux des investisseurs institutionnels étrangers influent positivement sur la performance boursière des entreprises coréennes.

La probabilité élevée d'expropriation des actionnaires minoritaires par l'actionnaire familial est susceptible d'expliquer le lien négatif observé entre la part du capital détenue par la famille des *chaebols* et la valeur de marché des entreprises. Ces résultats montrent donc que la structure de propriété caractérisée par la concentration du capital familial serait une des raisons de la sous-évaluation des entreprises coréennes.

Pourtant, la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration n'influe pas directement sur la performance boursière. En revanche, il existe un lien négatif entre la présence de l'actionnaire familial au conseil d'administration et la performance boursière.

Plus précisément, l'impact de la composition du conseil d'administration, en tant que variable représentative de la gouvernance d'entreprise, sur la performance est différent selon le niveau de concentration actionnariale. Dans les entreprises dont la part du capital détenue par les actionnaires externes est élevée, la composition du conseil d'administration (la proportion d'administrateurs externes au conseil d'administration et la présence de l'actionnaire dominant au conseil d'administration) influe positivement sur la performance boursière. Ces résultats montrent qu'une simple amélioration de la structure de la gouvernance d'entreprise (attribution de 25% ou 50% des sièges du conseil d'administration aux administrateurs externes et présence du président du groupe au conseil d'administration) ne permet pas d'obtenir les effets attendus : tout dépend de la structure de l'actionnariat.

## Bibliographie

- Ahmadjian C. et Song J. (2004), « Corporate Governance Reform in Japan and South Korea : Two Paths of Globalization », Discussion Paper No. 23, APEC Study Center, Columbia Business School, April
- Alternatives Economiques (2004), « La Bourse : A quoi ça sert ? A qui ça profite ? », N°226, juin, p.49-58
- Batsch L. (2002), *Le capitalisme financier*, Repères, Editions La Découverte
- Black B., Jang H. et Kim W. (2004), « Does Corporate Governance Affect Firms' Market Value? Evidence from Korea », Working paper, Stanford Law School
- Boubel A. et Pansard F. (2004), *Les investisseurs institutionnels*, Repères, Editions La Découverte
- Brown L. et Caylor M. (2004), « Corporate Governance and Firm Performance », Working paper, Georgia State University
- Business Korea (2004), « The Best Performers », N°248, september, p.28-33
- Charreaux G. (1997), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Economica
- Chung K et Wang Y. K. (2001), « Republic of Korea », in : Capulong V., Edwards D. et Zhuang J. (ed.), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, Volume Two (Country Studies), Asia Development Bank, p.53-154
- Claessens S. et Fan J. (2003), « Corporate Governance in Asia : A Survey », *International Review of Finance*
- Del Guercio D. et Hawkins J. (1999), « The Motivation and Impact of Pension Fund Activism », *Journal of Financial Economics*, Vol 52(3), June, p.293-340
- Depret M-H. et Hamdouch A. (2005), « Gouvernement d'entreprise et performance », in Finet A. (Eds.), *Gouvernement d'entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers*, De Boeck, p.39-79
- Hervé F. (2001), « L'impact de l'activisme des fonds de pension américains : l'exemple du Conseil des Investisseurs Institutionnels », Document de recherche, N°2001-04, Laboratoire Orléanais de Gestion

- Jeffers E. (2000), « De quel poids les investisseurs institutionnels américains pèsent-ils sur l'économie française ? », Chesnais F. et Plihon D. (Ed), *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, p.102-124
- Jeffers E. et Plihon D. (2001), « Investisseurs institutionnels et gouvernance des entreprises », *Revue d'Economie Financière*, N°63, p.137-152
- Jeffers E. et Plihon D. (2002a), « Importance et diversité des investisseurs institutionnels », Plihon D. et Ponsard J-P. (Ed), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, La Documentation Française, Paris, p.17-27
- Jeffers E. et Plihon D. (2002b), « Politiques et modes de gestion des fonds d'investissement », Plihon D. et Ponsard J-P. (Ed), *La montée en puissance des fonds d'investissement : quels enjeux pour les entreprises*, La Documentation Française, Paris, p.29-42
- Kim W. (2004), « Institutional Shareholder Activism », School of Public Policy and Management
- Lumpkin S. (2003), « Institutional Investors and Corporate Governance », Conference on Pension Reform in Russia, September
- Morin F. (1998), « L'économie française face aux fonds de pension américains. Quelles leçons pour le système de retraite ? », in Davanne D., Lorenzi J-H. et Morin F., *Retraites et épargne*, coll., *Les rapports du Conseil d'analyse économique*, n°7, La Documentation Française, Paris, p.67-75
- Morin F. (1999), *Le modèle français de détention et de gestion du capital*, Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, La Documentation Française, Paris
- Nam S. et Nam I. (2004), *Corporate Governance in Asia: Recent Evidence from Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, and Thailand*, Asia Development Bank Institute, October
- OCDE (1999a), *Etudes Economiques de l'OCDE : Corée*
- OECD (1999b), *Institutional Investors in the New Financial Landscape*
- OECD (2000), *Institutional Investors*, Statistical Yearbook
- Peyrelevade J. (1999), *Le gouvernement d'entreprise ou les fondements incertains d'un nouveau pouvoir*, Economica
- Plihon D. (1999), « Les investisseurs institutionnels, nouveaux acteurs de la finance

internationale », *Cahiers français*, n°289, La Documentation Française, Paris, janvier-février, p.33-40

Plihon D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, Repères, Editions La Découverte

Vernimment P. (2000), *Finance d'entreprise*, Dalloz, 4<sup>e</sup> édition

Yermack D. (1996), « Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors », *Journal of Financial Economics*, Vol 40, February, p.185-211

California Public Employee Retirement System, [www.calpers-governance.org](http://www.calpers-governance.org)

Hermes Focus Asset Management, [www.hermes.co.uk](http://www.hermes.co.uk)

## Conclusion générale

La crise financière de 1997 a permis aux entreprises coréennes d'améliorer leur gouvernance et au gouvernement coréen d'accélérer l'ouverture des marchés. Ces changements sont susceptibles de renforcer la compétitivité des entreprises coréennes. En dépit de la montée en puissance des investisseurs étrangers, les familles fondatrices des *chaebols* maintiennent toujours leur contrôle par le biais des participations entre les entreprises affiliées. Les capitaux étrangers peuvent pourtant contribuer à l'évolution de la structure de propriété.

L'objectif de notre recherche était d'analyser l'influence de la structure à contrôle minoritaire, une des caractéristiques des entreprises coréennes, sur la performance, les choix stratégiques et la gouvernance d'entreprise.

Parmi l'ensemble des résultats obtenus, quatre points importants méritent d'être soulignés.

En premier lieu, la structure de propriété exerce une influence sur les choix stratégiques en matière de diversification (*cf.* chapitre 3). Pour un faible pourcentage de capital détenu par la famille, sa part du capital influe positivement sur la diversification (non-reliée), alors qu'au-delà d'un certain niveau de concentration actionnariale dans les mains de la famille, la diversification est d'autant plus faible (respectivement élevée) que sa part du capital est plus élevée (respectivement faible). Ces résultats sont conformes à l'hypothèse de l'appropriation relative à la motivation de la diversification.

En second lieu, la part du capital détenue par la famille n'a pas d'influence sur la performance comptable que ce soit au niveau du groupe ou à celui de la firme (*cf.* chapitre 2 et chapitre 4). Ces résultats peuvent être interprétés comme une validation de la thèse de la neutralité, selon laquelle la structure de propriété, déterminée en fonction

des conditions externes entourant la firme, n'aurait pas d'effet sur la performance.

En troisième lieu, il apparaît cependant que la part du capital détenue par la famille exerce une influence négative sur la performance boursière, laquelle est positivement liée à la part du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers (*cf.* chapitre 4). Quand la part du capital familial est élevée, l'intérêt de la famille est de maximiser la valeur de l'entreprise, ce qui est susceptible d'entraîner un lien positif entre concentration du capital familial et performance boursière. Les résultats obtenus indiquent pourtant que le marché n'exprime pas de préférence pour les entreprises à forte concentration familiale du capital. La concentration du capital détenue par les investisseurs institutionnels étrangers est susceptible d'améliorer la gouvernance d'entreprise coréenne, ce qui exerce une influence positive sur la performance boursière.

En quatrième lieu, l'impact de la gouvernance d'entreprise sur la performance boursière dépend cependant du niveau de concentration actionnariale (*cf.* chapitre 4). Dans les entreprises dont une part importante du capital appartient à des actionnaires externes, la gouvernance d'entreprise influe positivement sur la performance boursière. L'amélioration de la gouvernance d'entreprise doit être considérée avec la structure de propriété.

D'un point de vue général, ces analyses sont partielles à bien des égards, et un grand nombre d'approfondissements et d'extensions pourraient y être apportés. Par exemple, bien que nous ayons souligné la différence entre les droits aux flux de trésorerie et les droits de vote (ou de contrôle) des actionnaires familiaux dans les entreprises coréennes, nous n'avons pas retenu cette différence comme variable représentative de l'actionnariat pour deux raisons. Tout d'abord, dans un contexte où la famille du *chaebol* contrôle parfaitement toutes les affiliées de son groupe, nous avons supposé que le comportement opportuniste est lié à ses investissements directs. Par ailleurs, nous avons été confrontés à des difficultés de mesure des deux types de droits dans la structure de propriété complexe, notamment du fait de la présence des participations circulaires, et d'accès aux informations. Une étude prenant en compte l'écart entre ces deux types de droits est pourtant nécessaire, et c'est une piste de recherche à venir, qui pourrait compléter les résultats présents.

La structure de propriété est aussi susceptible d'être déterminée en fonction des

conditions externes entourant l'entreprise. En l'absence de possibilité d'intervention directe des pouvoirs publics dans les droits de propriété de l'entreprise, le gouvernement devrait inciter les entreprises à modifier leur structure de propriété par le biais de réformes institutionnelles. Une étude sur les déterminants de la structure de l'actionnariat, y compris des conditions externes (marchés, mesures réglementaires et législatives, etc.) est aussi nécessaire.

Les *chaebols* ont-ils un avenir ? Après la crise financière, cette question a été vivement débattue. Conformément à la thèse de la convergence des systèmes nationaux de gouvernance, face à la mondialisation des marchés et des capitaux, le système des *chaebols* spécifique à la Corée serait inévitablement conduit à évoluer, tout comme l'ont fait les systèmes de gouvernance d'entreprise allemand et japonais, sous l'influence du modèle anglo-saxon. Néanmoins, suivant la thèse de la dépendance de sentier (*path dependence*), le fait que les systèmes de gouvernance d'entreprise évoluent à long terme dans un environnement historique, social et culturel donné, contraint cette évolution. Dans ces conditions, le système des *chaebols* pourrait ne pas changer radicalement.

Ainsi que cela a été souligné au chapitre 1, ce système possède d'ailleurs un certain nombre d'avantages. Les réformes des *chaebols* inspirées par le modèle anglo-saxon risquent de faire perdre ses avantages au modèle coréen et de déstabiliser la structure de l'économie coréenne dans certains contextes. Ainsi, les réformes gouvernementales de la gouvernance d'entreprise semblent se focaliser sur les intérêts des actionnaires en soulignant le rôle du marché. Pourtant, il ne faut pas oublier les autres acteurs concernés, notamment les salariés, au sein de l'entreprise. Les intérêts des parties prenantes doivent aussi être considérés dans les réformes de la gouvernance d'entreprise.