

**UNIVERSITE MONTESQUIEU – BORDEAUX IV**

ECOLE DOCTORALE de SCIENCES ECONOMIQUES, GESTION ET DEMOGRAPHIE (E.D. 42)

**DOCTORAT ès SCIENCES ECONOMIQUES**

**Ji-Yong LEE**

**LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE ET L'HYBRIDATION :  
LE CAS DE L'ASIE**

Thèse dirigée par M. Claude DUPUY, Professeur,

Soutenue le 15 juin 2011

**Membres du Jury**

**M. Olivier BOUBA-OLGA,**  
Maître de conférences, HDR, Université de Poitiers, **rapporteur,**

**M. Olivier BROSSARD,**  
Professeur, Institut d'Etudes Politiques de Toulouse, **rapporteur,**

**M. Claude DUPUY,**  
Professeur, Université Montesquieu – Bordeaux IV, **directeur de thèse,**

**M. Sébastien LECHEVALIER,**  
Maître de conférences, École des Hautes Etudes en Sciences Sociales,

**M. Dominique PLIHON,**  
Professeur, Université Paris XIII.



# Remerciements

Je souhaite tout d'abord remercier Claude Dupuy pour la confiance qu'il m'a accordée en acceptant de diriger cette thèse ainsi que pour ses conseils et son soutien tout au long de ces quatre dernières années.

Je tiens également à exprimer mes remerciements aux membres du jury qui ont accepté d'évaluer mon travail de thèse. Je tiens à remercier Olivier Bouba-Olga et Olivier Brossard pour avoir accepté d'être les rapporteurs de cette thèse, ainsi que Sébastien Lechevalier et Dominique Plihon qui me font l'honneur de participer à ce jury.

La thèse est d'un travail personnel mais il n'en demeure pas moins qu'elle est le fruit d'une discussion, de partages et de conseils qui nous guident et nous rendent plus mûrs. Mes plus vifs remerciements s'adressent à mon comité de thèse collectif sans qui cette thèse ne serait pas ce qu'elle est : Matthieu pour ses conseils et ses commentaires toujours précieux qui m'ont permis de surmonter mes difficultés et de progresser dans mes études depuis le début de ma thèse ; Caroline, Erdem et Nicolas avec qui je partage actuellement mon bureau pour leurs conseils pertinents, leurs relectures de ma thèse ainsi que leurs dynamismes et la bonne humeur dans le bureau.

Je remercie l'ensemble des membres du GREThA pour l'atmosphère particulièrement amicale et chaleureuse. J'exprime mes plus sincères remerciements à Yannick Lung, président de Bordeaux IV (ancien directeur du GREThA et de mon mémoire), pour m'avoir encouragé à continuer à faire une thèse. Je tiens également à remercier Claude Lacour pour ses relectures de la thèse ainsi que ses précieux conseils. Je remercie ensuite tous ceux qui m'ont fait confiance au sein de leurs équipes pédagogiques : Christophe Carrincazeaux, François Combarous et Jean-Bernard Layan, j'ai eu beaucoup de plaisir à travailler avec eux et j'ai beaucoup aimé mes expériences d'enseignement en France. Merci à Caroline, Erdem, Eric, Luc et Nicolas pour la relecture ainsi qu'à Mathieu (Clément) et Radhouane pour leurs conseils en analyses économétriques. Mes remerciements vont également aux doctorants du GREThA : pour Aurélie, Dayane et Sofya avec lesquelles j'ai passé de très bons moments même en dehors de la fac, pour Adrien et Gabrielle que je connais depuis la première année

de master ainsi que pour Brice, Coralie, Diego, Ela, Isabelle, Martin et Mohieddine.... Merci également aux docteurs : Ali, Aurélien, Monique, Jean-Philippe et Sylvain.

Je tiens également à remercier toute ma famille pour son soutien constant tout au long de mes études et de mon doctorat. Merci en particulier à mon papa, mon frère, mes tantes ainsi qu'à ma mamie qui n'attend que le retour de sa petite fille et qui m'envoie constamment des lettres pour m'encourager. Je souhaite également remercier Nicolas, qui a partagé les moments assez douloureux pour finir la thèse, pour son soutien moral et son amour ainsi que sa famille : Christelle, Cyril, Daniel, Manon et Pascale.

Finalement j'adresse un grand merci à tous mes amis coréens et français et tout spécialement Georges, Ginette, Okjeon et Patrick pour leurs amours et leurs gentillesse ainsi que pour leurs aides précieuses. Enfin merci en mon Dieu, sans qui je ne serais pas où j'en suis aujourd'hui.

Le rêve se réalise !

# Sommaire

<b>INTRODUCTION GENERALE .....</b>	<b>9</b>
<b>CHAPITRE 1.....</b>	<b>20</b>
<b>LES CADRES THEORIQUES ET L'EVOLUTION DU MODELE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE .....</b>	<b>20</b>
Introduction .....	21
1. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise.....	23
2. Les typologies des mécanismes de gouvernance .....	31
3. Le débat sur la convergence vers le modèle d'actionnariat dispersé .....	42
Conclusion du chapitre.....	65
<b>CHAPITRE 2.....</b>	<b>67</b>
<b>LA TRANSFORMATION EN COURS DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN ASIE.....</b>	<b>67</b>
Introduction .....	68
1. Les caractéristiques de la gouvernance en Asie avant la crise de 1997 .....	69
2. Un aperçu des changements dans les réglementations de la gouvernance et les sphères financières .....	79
3. Des structures d'actionnariat en voie de mutation .....	94
Conclusion du chapitre.....	119
<b>CHAPITRE 3.....</b>	<b>121</b>
<b>LE CHANGEMENT DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE COMME PROCESSUS DE CHANGEMENT INSTITUTIONNEL .....</b>	<b>121</b>
Introduction .....	122

1. Les fondements des approches institutionnalistes.....	124
2. L’hybridation et les transformations de la gouvernance .....	133
3. Les enseignements pour l’analyse des changements de la gouvernance d’entreprise ...	152
Conclusion du chapitre.....	161
<b>CHAPITRE 4.....</b>	<b>163</b>
<b>L’ANALYSE EMPIRIQUE DE LA TRANSITION DES MODELES DE GOUVERNANCE : VERS DES MODELES HYBRIDES .....</b>	<b>163</b>
Introduction .....	164
1. L’analyse du changement actuel de la gouvernance : trois modèles d’hybridation.....	166
2. La caractérisation des trois modèles hybrides.....	174
3. L’analyse économétrique des facteurs qui influent sur les modèles de gouvernance....	213
Conclusion du chapitre.....	227
<b>CONCLUSION GENERALE .....</b>	<b>230</b>
<b>Bibliographie.....</b>	<b>237</b>
<b>Annexes .....</b>	<b>261</b>
<b>Table des graphiques, figures et tableaux.....</b>	<b>291</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>297</b>

## LISTE DES SIGLES ET ABREVIATIONS

<b>Sigle</b>	<b>Description</b>
ADB	Asian Development Bank
BGD	Bangladesh
CHN	Chine
HK	Hong Kong
IDN	Indonésie
IND	Inde
JPN	Japon
KOR	Corée
LKA	Sri Lanka
MYS	Malaisie
PAK	Pakistan
PHL	Philippines
SGP	Singapour
TAW	Taiwan
THA	Thaïlande



# **INTRODUCTION GENERALE**

Le débat sur la gouvernance d'entreprise est un débat qui a structuré la pensée depuis les années 80. Les réflexions à ce sujet ne sont pas nouvelles car l'analyse des problèmes liés à la séparation entre propriété et contrôle d'une firme a existé dès le XIX<sup>ème</sup> siècle. Pourtant, ce terme est revenu au premier rang des préoccupations dans les milieux des affaires et académiques (Aguilera et Jackson, 2003; Claessens, 2003 ; Claessens et *al.*, 2000; Gourevitch et Shinn, 2007; Khan, 2003; Pérez, 2003).

La première conception de la gouvernance, associée à la séparation de la propriété et du pouvoir, a suscité un regain d'intérêt dans un contexte de faillite de grandes entreprises, notamment aux États-Unis, ainsi que des transformations du capitalisme contemporain impulsées par le développement de la finance de marché et la montée en puissance des investisseurs institutionnels. Ce nouvel intérêt sur le rôle de la gouvernance s'explique également par la crise asiatique en 1997 qui a mis en évidence l'importance des mécanismes de la gouvernance. Ces événements ont fait l'objet de nombreux travaux visant à rendre publics les principes et les pratiques en la matière qui ont conduit au débat sur la convergence des modèles de gouvernance. Ainsi apparaît la question de l'évolution de ces systèmes. La tentative pour comprendre les changements des modèles de gouvernance est devenue l'un des grands débats associé le plus souvent au débat sur les transformations du capitalisme. (Aguilera et Jackson, 2003; Aoki, Jackson et Miyajima, 2007).

### **Du traitement traditionnel du conflit actionnaires / dirigeants**

#### **à l'élargissement du cadre d'analyse de la gouvernance d'entreprise**

D'une vision dominante centrée sur le conflit entre les actionnaires et les dirigeants, nous sommes progressivement passés à une approche élargie qui tient compte d'autres parties prenantes telles que les salariés. Dans l'interprétation dominante des théories contractuelles appliquées à la firme, le rôle assigné à la gouvernance d'entreprise est, à l'aide de mécanismes incitatifs et de contrôle, d'aligner le comportement des dirigeants sur les motivations des actionnaires (Shleifer et Vishny, 1997). Cette conception, centrée sur les intérêts des actionnaires et adaptée aux firmes managériales anglo-saxonnes, a connu un fort développement et s'est répandue dans l'ensemble des pays industrialisés. Elle permet mal, cependant, de comprendre la complexité des relations qui se nouent entre les différentes

parties prenantes de la firme ainsi que la structure et le fonctionnement des systèmes non anglo-saxons. Le souci d'élargir la réflexion à la question de la responsabilité des entreprises à l'égard des parties prenantes autres que les actionnaires a conduit à proposer des approches partenariales (Aglietta et Rebérioux, 2004; Blair, 1995; Charreaux, 1997a, 1997b; Tirole, 2001; Zingales, 1997). Dans ce cadre, on souligne que la gouvernance d'entreprise englobe l'ensemble des mécanismes ayant pour objectif de réduire les conflits considérés comme coûteux avec les partenaires de la firme (Charreaux, 1997a, 1997b; Charreaux et Desbrières, 1998). Il s'agit d'étudier la gouvernance non plus du seul point de vue des actionnaires, mais en tenant compte des conséquences pour l'ensemble des partenaires.

Or, si la vision partenariale modifie sensiblement la conception de la gouvernance, ce modèle a lui-même un pouvoir explicatif partiel, notamment lorsqu'on cherche à comprendre la diversité persistante des différents systèmes de gouvernance ou leur évolution probable. Ainsi, le dépassement de l'approche contractuelle par la prise en compte du rôle des institutions, conduit à une explication différente de la gouvernance d'entreprise. Le point de départ de cette dernière est que les systèmes de gouvernance sont définis dans un contexte institutionnel particulier. Cette nouvelle approche met en avant le fait que les modèles de gouvernance peuvent être durablement différents à cause de l'existence de complémentarités institutionnelles, c'est-à-dire que les institutions jouent un rôle dans l'économie non pas indépendamment les unes des autres mais de manière complémentaire (Aoki, 2001; Boyer, 2005; Aguilera et Jackson, 2003). Il est alors crucial d'intégrer dans l'analyse les rapports réciproques qu'entretiennent les systèmes de gouvernance avec leur environnement. Ce modèle élargi au rôle des institutions se propose ainsi d'appréhender la gouvernance dans une perspective plus active et dynamique.

**C'est dans ce cadre qui intègre le rôle des institutions que nous nous plaçons pour notre étude de la gouvernance d'entreprise.** Nous considérons la gouvernance comme le système des règles d'organisation interne qui encadre le processus de création et de répartition de la valeur de l'entreprise entre les différents participants. Pourtant, **les contextes institutionnels prennent davantage d'importance car les systèmes de gouvernance interagissent avec eux.** Cette façon de comprendre la gouvernance d'entreprise dépasse donc le seul cas d'une firme en tant qu'entité organisationnelle isolée et constitue une partie de l'étude expliquant la diversité des modèles et leur évolution.

## Les transformations de la gouvernance d'entreprise

### Convergence vers un modèle unique ?

Au cours des dernières décennies, les modes de gouvernance ont subi des évolutions mais les analyses en la matière ne sont pas unanimes : certains travaux (Aglietta et Rebérioux, 2004; Aoki, 2000; Dore, 2000; Roe, 1994) considèrent que les modèles nationaux sont résilients et gardent leur spécificités, tandis que d'autres mettent en avant leur convergence vers un modèle dominant importé des pays anglo-saxons (Coffee, 1999; Cunningham, 1999; Hansmann et Kraakman, 2000).

Pour la théorie de convergence, les raisons invoquées se basent sur la grande mobilité des capitaux à l'échelle mondiale, la montée en puissance des investisseurs institutionnels, la pression compétitive qui impose aux entreprises de produire une rentabilité élevée en faveur des actionnaires, ainsi que la diffusion des normes globales. Ces explications présentent l'intérêt d'expliquer le remplacement de formes de gouvernance qui mènent à une performance inférieure par des modèles plus efficaces. Le thème de la convergence vers un modèle jugé supérieur n'est toutefois pas récent ; il est même cyclique. Jusqu'au début des années 90, une thèse relativement répandue est que le modèle *insider* tient la supériorité du fait qu'il permet l'efficacité économique à long terme. En réaction au déclin de l'industrie américaine à cette époque, on a reproché une vision «court-termiste» ne permettant pas aux entreprises de se lancer dans des projets d'investissements sur le long terme. Mais nous avons progressivement assisté au retour de l'actionnariat (modèle *outsider*) depuis le regain de productivité et la dynamique économique des États-Unis depuis la fin des années 90. La «création de valeur pour l'actionnaire», en tant que nouvelle norme de gestion des entreprises, est le principal thème qui domine le discours économique depuis une décennie.

A l'opposé, un questionnement critique de la présomption de convergence soutient l'idée du maintien de spécificités des modes de gouvernance d'entreprise. Il existe trois arguments qui jouent un rôle central pour expliquer cette diversité. Le premier porte sur l'explication juridique qui intègre le droit dans le cadre d'une analyse de la gouvernance. Cette approche montre que le degré de dispersion de l'actionnariat est d'autant plus grand que la protection des investisseurs est forte. Or le niveau de protection des droits des investisseurs est conditionné par l'origine juridique des pays (La Porta *et al.*, 1997, 1998, 2000). Ainsi, les

entreprises au capital diffus sont mieux représentées dans les pays de *common law* qui offrent une protection beaucoup plus importante aux actionnaires minoritaires que dans les pays de droit civil. Le deuxième argument est relatif au rôle de la politique (Gourevitch et Shinn, 2005; Pagano et Volpin, 2000; Roe, 2000). Selon cette vision, les modes de gouvernance ne s'expliquent pas exclusivement par la recherche de l'efficacité mais sont davantage façonnés en fonction du processus politique qui canalise les conflits et les coalitions entre les acteurs concernés. Le troisième argument renvoie à l'approche en termes de «variété du capitalisme» qui développe le concept de complémentarité institutionnelle (Amable, 2003; Aoki, 2001; Boyer, 2004a; Hall et Soskice, 2002). Les éléments constitutifs d'un modèle ainsi que ses évolutions sont reliés aux environnements institutionnels de chaque pays. Il ne s'agit pas d'affirmer qu'il existe un meilleur arrangement institutionnel mais les institutions sont complémentaires les unes des autres. De fait, il existe de nombreuses pratiques dans le monde. La notion de complémentarité peut être une source de rigidité et d'inertie au changement, notamment en raison des phénomènes de *path dependence* ou de verrouillage.

Au final, les travaux empiriques ne permettent pas de trancher de façon définitive entre les deux thèses opposées, certains avançant leur diversité persistante et d'autres faisant apparaître une éventuelle convergence.

### **Les modes de gouvernance d'entreprise en Asie**

La gouvernance d'entreprise est restée quasiment absente dans la région asiatique avant la crise financière de 1997. Elle est restée pratiquement invisible jusqu'à ce que la crise attire l'attention sur les fragilités structurelles en la matière dans la plupart des pays. Lorsque les entreprises étaient pour la plupart financées par des prêts bancaires sous influence gouvernementale, des rapports étroits entre les entreprises, les banques et le gouvernement se sont noués à travers les actionnaires de contrôle. Il n'était alors pas nécessaire pour les banques et les entreprises au sein de ce système de faire attention aux mécanismes de gouvernance d'entreprise, dans la mesure où les entreprises pouvaient compter sur les banques pour continuer à financer leurs projets, les banques se contentant de la garantie offerte par leur gouvernement, qu'elle soit explicite ou implicite.

La structure de l'actionnariat a généralement été accompagnée d'une haute concentration de la propriété et du contrôle familial ainsi que d'un niveau peu élevé de protection des investisseurs (ADB, 2000, 2001; La Porta *et al.*, 1998,1999 ; Claessens *et al.*, 1999a, 1999b). Souvent, une seule famille détient des participations de contrôle de plusieurs entreprises. Au cours des dernières décennies, il semble que ce type de contrôle des firmes a joué un rôle dans les processus de développement et a abouti à une croissance économique forte dans la grande majorité des pays. Les actionnaires dominants ont fréquemment utilisé les mécanismes qui leur permettent de conférer un plus grand nombre de droits de vote que celui correspondant à leur participation au capital. Il s'agit principalement des pyramides, des participations croisées, des actions à droits de votes multiples et des émissions d'actions sans droit de vote (Biebuyck *et al.*, 2002; Claessens *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 1999). Schématiquement, il apparaît que ces systèmes demeurent fort éloignés du modèle de référence usuellement accepté. Ainsi, dans de nombreuses économies asiatiques, le principal conflit d'intérêt se situe entre les actionnaires majoritaires et minoritaires par rapport aux cas américain ou anglais où les débats sur la gouvernance d'entreprise se sont souvent focalisés sur le conflit d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires du fait de la séparation de la propriété et du contrôle.

Si ces catégories persistent en partie, les économies asiatiques ont subi une évolution importante depuis la dernière décennie. Il est devenu habituel de qualifier la période de crise comme une période d'échec en raison de l'effondrement des monnaies concernées, d'une chute du produit national et d'un ralentissement des échanges extérieurs ainsi que de l'infériorité de la gouvernance présumée par rapport au système fondé sur le marché. Mais nous contestons cette vision. Nous qualifions plutôt la décennie des années 90 d'une « décennie de changement institutionnel ». La réforme dans le domaine de la gouvernance figure au rang des priorités dans la plupart des pays de la région. Chaque pays a adopté sa propre démarche et les transformations en cours sont désormais un domaine d'observation important. Par contraste avec les aspects présentés plus haut, nous soulignons actuellement les événements et les caractéristiques suivants :

- Les marchés boursiers jouent de plus en plus un grand rôle dans l'ensemble des activités de financement. Une telle croissance des marchés d'actions s'est naturellement accompagnée d'un affaiblissement de l'influence des banques sur les entreprises.

- La montée en puissance des investisseurs institutionnels est un phénomène également décisif pour comprendre les mutations des structures de la gouvernance.
- L'accroissement du poids des actionnaires étrangers constitue un autre changement significatif.
- Cet accroissement du poids des investissements institutionnels et étrangers s'est évidemment accompagné d'une modification dans la composition des propriétaires des firmes. La part des actionnaires stratégiques est devenue beaucoup moins importante après la crise.
- Des règles de gouvernance standardisées sont adoptées progressivement. Des réformes sont en cours pour harmoniser les lois et les règlements avec les principes de l'OCDE liés à la gouvernance.
- Les banques essaient de s'engager dans des activités autres que les traditionnels services bancaires. Celles-ci s'orientent davantage vers le développement de nouveaux métiers financiers tels que la gestion d'actifs.

Les éléments cités plus haut donnent l'impression que l'Asie traverse une période de profonde mutation. La question se pose alors de savoir comment caractériser ce changement. Assisté-on au processus d'alignement des modes de la gouvernance vers un modèle unique ? **L'objectif de cette thèse est ainsi de proposer une analyse de l'évolution des modes de gouvernance en Asie. Notre travail vise à montrer vers quelles directions la gouvernance d'entreprise est en train de changer ainsi qu'à identifier les facteurs de changement et de résistance au point que les divers modèles de gouvernance ou des nouvelles pratiques apparaissent.** Pour cela, nous allons recourir au cadre d'analyse institutionnaliste, plus précisément l'approche du changement institutionnel que représente l'évolution de la gouvernance d'entreprise.

## **Le choix d'un cadre d'analyse institutionnaliste**

**Le cadre conceptuel que nous exposons dans cette thèse s'inscrit dans une théorie du changement institutionnel** avancé par bon nombre de travaux d'analyse institutionnaliste (Amable, 2005; Aoki, 2001; Boyer, 2001, 2004c; Lane, 2005; Morgan *et al.*, 2005; North, 1994; Thelen, 2003). Ce choix se justifie par le fait que **nous étudions des processus dynamiques de transformations qui doivent être considérés comme une co-évolution des institutions dans lesquelles les entreprises sont insérées.**

A l'heure actuelle, la recherche sur la gouvernance d'entreprise s'intéresse de plus en plus aux aspects dynamiques. Autrement dit, d'une approche traditionnelle centrée sur le conflit entre les actionnaires et les dirigeants dans les grandes sociétés cotées, **on passe à une vision selon laquelle les modes de gouvernance ne sont pas statiques mais subissent des changements au cours du temps.** La nature du débat sur la convergence reflète ainsi une évolution majeure des préoccupations. Mais les modèles de gouvernance sont imprégnés dans un contexte institutionnel qui soutient leur évolution. L'étude des transformations de la gouvernance nécessite donc la compréhension du changement institutionnel. Ce cadre théorique implique ainsi qu'un des enjeux de la recherche sur la gouvernance est la reconnaissance de la dynamique institutionnelle.

**Afin de comprendre la logique de transformation de la gouvernance, nous emprunterons les principaux mécanismes du changement institutionnel.** La *path dependence* est décisive pour saisir la persistance et la stabilité institutionnelle. Pourtant, pour mieux appréhender la manière dont les institutions changent, cette notion, qui a longtemps été l'argument principal des institutionnalistes, sera complété par d'autres conceptions telles que la « sédimentation » institutionnelle, la « conversion » institutionnelle et la définition dynamique de la complémentarité institutionnelle ainsi que le rôle de la politique. De cette investigation sur les différents outils conceptuels, nous pouvons tirer certains enseignements. Nous rejetons le principe d'efficacité qui plaide en faveur de la convergence des modes de gouvernance. La nature du changement des systèmes de gouvernance reste fondamentalement incrémentale. Et le changement peut être engendré de façon endogène. **Cela nous permet de saisir la possibilité d'un processus d'hybridation qui fournit l'occasion d'une**

**réorientation des modèles de gouvernance via l'adaptation continue au nouvel environnement institutionnel.**

**Les méthodes utilisées**

Notre thèse analyse les quatorze pays appartenant à l'Asie de l'Est, du Sud et du Sud-est : le Bangladesh, la Chine, la Corée, Hong-Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Taiwan, la Thaïlande, Singapour et le Sri Lanka. Lorsque nous parlons du poids des pays asiatiques, il s'agit donc uniquement de ces quatorze pays. Les données utilisées pour le travail empirique portent sur les années 1997 à 2006. Cette période a été choisie pour évaluer l'ampleur et la nature des mutations intervenues après la crise de 1997 mais avant la crise des *subprimes* de 2007.

La gouvernance, telle que nous l'appréhendons ici, repose davantage sur la structure de l'actionnariat compte tenu du fait que celle-ci tient une place centrale dans de nombreux travaux contemporains portant sur l'analyse de la gouvernance ainsi que du manque de données sur d'autres éléments sur la gouvernance, par exemple le rapport salarial, qui couvrent tous les pays qu'on analyse. Les matériaux empiriques utilisés pour analyser les transformations de la gouvernance sont variés. Notre source principale de données se résume principalement aux données financières et à l'évaluation des pratiques de gouvernance issues de grandes institutions ou organisations. Nous avons par ailleurs recouru à l'analyse de données qui permet de montrer les diverses configurations actionnariales en Asie. Nous avons eu aussi recours aux communiqués et aux informations disponibles sur la réforme et le code national de la gouvernance des pays étudiés. Enfin, nous avons également utilisé l'économétrie, afin de montrer la trajectoire de l'hybridation de gouvernance et d'étudier les facteurs d'évolution ou d'inertie dans la gouvernance

**Le plan de la thèse**

Cette thèse a pour objectif d'analyser et de caractériser les transformations intervenues dans des modèles de gouvernance en Asie. Pour y parvenir, le plan développé ici se structure

en quatre chapitres. Le premier chapitre présente le concept de la gouvernance et les différentes approches théoriques, en effectuant une revue de littérature qui part du cadre traditionnel, axé sur le conflit entre les actionnaires et les dirigeants, et qui aboutit à un argument institutionnel. Nous nous attacherons à traiter la question de la gouvernance **en tenant compte du rôle des institutions**, ce qui permettra d'appréhender la gouvernance comme un système dynamique. Nous montrerons ensuite plusieurs typologies des mécanismes de gouvernance. Enfin, nous présenterons **deux hypothèses opposées liées à la transformation de la gouvernance** : la thèse de la convergence et celle de la diversité des formes de gouvernance.

Le deuxième chapitre analysera **en détails les changements en Asie à la suite de la crise de 1997**. Nous proposerons d'abord un bref rappel des caractéristiques des systèmes précédents. Puis, les transformations au sein des trois domaines liés à la gouvernance, chacun pris séparément, seront analysées à partir de données statistiques. Il s'agit de la réforme des réglementations de la gouvernance (l'introduction des pratiques de gestion du modèle anglo-saxon), des systèmes financiers (le rôle accru des marchés boursiers et le nouveau rôle des banques) ainsi que de la modification des structures d'actionnariat. Nous utiliserons ici une analyse de données pour mettre en avant la variété des configurations actionnariales bien qu'une tendance commune se dégage de l'analyse : l'accroissement du poids des investisseurs institutionnels dans les pays asiatiques.

Le troisième chapitre est consacré à l'élaboration d'un cadre d'analyse institutionnaliste, construit à partir des principales conceptions du changement institutionnel. D'un auteur à l'autre, les mécanismes de changement des institutions diffèrent à partir des diverses définitions données au concept d'institution. En s'appuyant sur des vues différentes en matière d'émergence et d'évolution institutionnelles, **nous développerons une hypothèse d'hybridation** et dégagerons notre propre interprétation du changement. **La notion d'hybridation renvoie à l'émergence d'un modèle original** via l'adaptation des nouvelles pratiques importées au contexte local.

Le cadre théorique développé dans le troisième chapitre est mobilisé au chapitre quatre pour l'appliquer au cas de l'Asie. Pour **mettre en évidence la trajectoire de l'hybridation des modes de gouvernance**, nous procéderons à une analyse empirique en intégrant trois dimensions constitutives de la gouvernance prises ensemble : les structures d'actionnariat, le

mode de financement et les pratiques de gestion. Cette analyse nous permettra de montrer **la coexistence de quatre modèles de gouvernance pour la période contemporaine : trois modèles hybrides et un modèle qui n'a pas subi de changements profonds**. Nous présenterons les caractéristiques des trois modèles de gouvernance hybrides. Enfin, nous nous proposerons d'étudier empiriquement **les facteurs de changement et de résistance**.

Cette thèse s'inscrit dans une approche qui relie l'explication du changement institutionnel à l'évolution des systèmes de gouvernance pour fournir une façon de concevoir ces transformations, alimentant ainsi le débat sur la variété des formes de gouvernance et la possible convergence. Notre étude étant centrée sur trois dimensions constituantes de la gouvernance, les résultats mis en évidence sont nécessairement limités. Cependant, comme des analyses traitent rarement la question du changement de gouvernance sur plusieurs pays asiatiques, l'ambition de ce travail est ainsi d'apporter une contribution afin de comprendre les transformations subies dans la zone asiatique.

# **Chapitre 1**

## **Les cadres théoriques et l'évolution du modèle de la gouvernance d'entreprise**

## Introduction

Depuis l'effondrement du mur de Berlin en 1989, le débat en sciences sociales s'est concentré sur la diversité des modèles entre les différentes économies capitalistes. Un peu plus tard, les différences fondamentales admises entre deux modèles capitalistes (le modèle « anglo-saxon » et le modèle « rhénan ») les plus analysées dans la littérature (Albert, 1991; Dupuy et Morin, 1993) tendraient à s'estomper au profit d'une domination du modèle anglo-saxon sous la pression de la globalisation des marchés des capitaux, et de la transformation des modes de gouvernance d'entreprise (O'Sullivan, 2000; Deeg, 2001).

La notion de la gouvernance d'entreprise est un thème à la mode depuis une vingtaine d'années avec l'avènement de l'entreprise actionnariale et l'essor des marchés financiers. La recherche en la matière relève à l'évidence de différents champs disciplinaires : gestion, droit, économie politique, les approches des institutions.... La définition de la gouvernance d'entreprise que nous retiendrons sera celle d'un système des règles d'organisation interne qui encadre le processus de création et de répartition de la valeur de l'entreprise entre les différents participants. Elle repose à la fois sur la vision contractuelle élargie ainsi que sur la lignée des nouvelles approches qui accordent une importance centrale au rôle des institutions dans la compréhension de la gouvernance. **Nous appréhenderons donc la gouvernance suivant les perspectives plus larges de la gouvernance qui redéfinit le cadre d'analyse de la gouvernance d'entreprise en intégrant un aspect nouveau que sont les institutions. Ainsi, la gouvernance doit s'analyser en termes de relations et d'interactions avec le contexte institutionnel dans lequel les firmes opèrent** (Aoki, 2001; Aguilera et Jackson, 2003). De telles considérations contribuent à expliquer pourquoi les différents modèles de gouvernance persistent et évoluent.

En fait, l'interrogation sur l'évolution probable des formes de gouvernance d'entreprise conduit à mettre en avant les rapports dynamiques de la gouvernance avec leur environnement. Gordon et Roe (2004) mettent l'accent sur le fait que "*Corporate governance consists not simply of elements but of systems*" (p.6). Shleifer et Vishny (1997) nous montrent également cette perspective dynamique: "*Corporate governance mechanisms are economic and legal institutions that can be altered through political process*" (p. 738). Or, cette évolution du modèle de gouvernance donne lieu à un affrontement entre deux thèses

opposées. Certains travaux soulignent que les modèles nationaux vont continuer d'exister tandis que d'autres mettent en avant au contraire le processus de convergence vers un modèle unique, d'inspiration anglo-saxonne.

Ainsi, le débat sur la gouvernance d'entreprise est un enjeu central de notre société car celle-ci détermine la répartition du pouvoir et des ressources mais influence aussi la création de la richesse et la distribution des bénéfices entre les nombreux acteurs impliqués (Gourevitch et Shinn, 2005). La gouvernance constitue un élément essentiel de la configuration institutionnelle des économies capitalistes (Hall et Soskice, 2002). La réflexion sur la gouvernance s'inscrit donc dans le débat contemporain sur la variété du capitalisme (Aoki, Jackson et Miyajima, 2007). L'évolution des formes de gouvernance peut être considérée comme l'expression des transformations du capitalisme et des rapports entre les acteurs au sein des entreprises.

Dans la première section de ce chapitre, nous nous interrogerons sur la définition de la notion de gouvernance afin de comprendre ses significations et ses caractéristiques dans les principaux courants de pensée en économie. Nous verrons que le concept de gouvernance est multiple par nature : les approches en termes de gouvernance ne reposent pas toutes sur les mêmes visions ni sur les mêmes champs de recherche. Nous présenterons ensuite les différentes approches théoriques de la gouvernance. Nous nous tournerons tout d'abord vers la théorie de l'agence axée sur une analyse des règles du jeu contractuel entre les actionnaires et les dirigeants dans les grandes sociétés cotées. Ce courant de pensée est aujourd'hui devenu un cadre théorique dominant dans la compréhension de l'approche théorique sur la gouvernance d'entreprise (Charreaux, 2004). Nous rappellerons également la vision partenariale où sont pris en compte les intérêts de l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Enfin, nous soulignerons l'argument institutionnel qui cherche à dépasser l'étroitesse du cadre traditionnel de l'analyse en termes de contrat et consiste à prendre en compte l'influence des institutions sur le mode de gouvernance. Suivant cette conception, nous appréhenderons la gouvernance comme un système dynamique qui est perpétuellement influé par son environnement institutionnel.

La seconde section est consacrée à montrer plusieurs modèles de gouvernance. Nous présenterons tout d'abord les deux grands modèles polaires de gouvernance: le système *outsider* et le système *insider* qui sont liés à la variété des formes de capitalisme. Cependant,

ces analyses correspondent à une réduction de la diversité de modes de gouvernance d'entreprise. Nous compléterons alors ces deux types opposés par d'autres modèles (le contrôle familial, le contrôle de l'État, les pyramides, les participations croisées et le contrôle par un groupe d'entreprises).

Nous reviendrons dans la troisième section sur la question de la convergence des modes de gouvernance issue des transformations récentes du capitalisme. La croissance forte des marchés d'actions, la tendance des firmes à adopter progressivement des règles internationales en homogénéisant leurs pratiques et la concentration croissante du capital entre les mains des investisseurs institutionnels sont autant d'éléments de pression à la convergence des modèles de gouvernance. Néanmoins, la littérature sur les évolutions récentes des modèles de gouvernance montre aussi un maintien de leur diversité persistante.

## **1. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise**

Dans cette section, nous commencerons par rappeler le concept de gouvernance d'entreprise qui est défini de manière diverse. Nous distinguerons deux types de définition de gouvernance : les définitions étroitement focalisées sur la protection des actionnaires et les définitions élargies en retenant l'ensemble des partenaires de l'entreprise. Nous présenterons ensuite un rapide panorama théorique permettant d'introduire les théories sur la gouvernance d'entreprise. Nous partirons essentiellement des approches contractuelles. Il s'agit de la théorie d'agence qui constitue le noyau central des approches en termes de gouvernance d'entreprise ainsi que des modèles contractuels élargis à d'autres parties prenantes. Nous montrerons également l'importance du rôle des institutions dans l'élaboration du concept de gouvernance. **L'interrogation sur la diversité persistante des différents systèmes de gouvernance et leur évolution conduit à mettre en avant le rôle des institutions. Cette nouvelle théorie se trouve alors au cœur de notre appréhension de la gouvernance.**

## 1.1. Quelle définition pour la gouvernance d'entreprise ?

Si la gouvernance d'entreprise fait l'objet de nombreux débats dans les milieux professionnels et politiques, la définition de cette notion varie largement en fonction des auteurs et est parfois difficile à cerner.

Historiquement, le concept de gouvernance d'entreprise est apparu avec les travaux de Berle et Means (1932), dans lesquelles ils insistent sur l'émergence des firmes managériales et la séparation de la propriété et du contrôle, ce qui est à l'origine de ce qu'on appelle un problème d'agence. Cette conception de la gouvernance a conduit à privilégier l'étude des mécanismes censés contraindre les dirigeants à gérer dans l'intérêt des investisseurs. Dans ce cadre, Shleifer et Vishny (1997) définissent la gouvernance comme étant "*the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment*" (p. 737). L'efficacité des modes de gouvernance est supposé alors garante de la protection des fournisseurs de capitaux. L'attention est portée sur la façon dont les investisseurs extérieurs se protègent contre les comportements opportunistes des dirigeants (Charreaux, 2004). Cela inclut la composition des conseils d'administration, un mode de rémunération incitatif, la réglementation légale et comptable ou de pressions exercées par le marché financier à travers les offres publiques.

Progressivement, la vision de la gouvernance d'entreprise a dépassé cette conception étroite en accordant davantage de poids à la création de valeur pour l'ensemble des partenaires. Beaucoup d'auteurs ont essayé d'aller plus loin pour montrer que la gouvernance d'entreprise ne se limite pas seulement aux conflits pouvant exister entre les dirigeants et les actionnaires. Charreaux et Desbrières (1998) souligne que l'approche de la gouvernance basée sur une représentation de la valeur orientée seulement vers les actionnaires apparaît incomplète. Dans ce cadre, Charreaux (2004) définit la gouvernance comme étant "*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*" (p.3). Sir Adrian, le chef du comité de *Financial Aspects of Corporate Governance* en Angleterre, considère la gouvernance comme "*the system by which companies are directed and controlled*" (Cadbury Committee, 1992, p.15). Cette définition apparaît relativement proche de celle de Zingales (1997) "*the complex set of*

*constraints that shape the ex post bargaining over the quasi rents generated by the firm*” (p. 4). Cette vision se réfère à la fois à la détermination de la valeur ajoutée des entreprises et à la répartition de celle-ci entre les parties prenantes qui ont des relations avec l'entreprise. Si l'on retient la définition de Blair (1995), la gouvernance est “*ground rules that determine who has control rights under what circumstances, who receives what shares of the wealth created, and who bears what associated risks*” (p.17). Contrairement à une approche actionnariale où l'on valorise plutôt la création de valeur pour l'actionnaire, l'objectif de la gouvernance serait de maximiser la contribution des entreprises à l'ensemble de l'économie, pour toutes les parties prenantes (actionnaires, créanciers, employées, fournisseurs, clients,...). Les approches élargies de la gouvernance cherchent en effet à accorder une importance au caractère collectif de la création de la rente. Dans ce cas, la gouvernance engloberait aussi la question de la responsabilité sociale des entreprises, en intégrant les préoccupations sociales, environnementales et économiques dans leurs activités et dans leurs interactions avec leurs parties prenantes.

## **1.2. L'élargissement du cadre théorique : de la théorie de l'agence au rôle des institutions**

Après avoir présenté la vision contractuelle, ainsi que ses limites, nous présenterons la nouvelle approche, celle que nous défendons ici, qui met l'accent sur le rôle des institutions dans la compréhension de la gouvernance d'entreprise. Ce cadre théorique enrichit l'approche traditionnelle dans le sens où la gouvernance ne se limite pas à la lecture contractuelle de la firme et interagit avec son environnement institutionnel. Nous devons rendre compte de la façon dont l'entreprise est gérée et contrôlée dans un contexte institutionnel particulier.

### **1.2.1. La vision contractuelle (de la théorie de l'agence à l'approche partenariale)**

Dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976) qui conçoit la firme comme un nœud de contrats, l'analyse des systèmes de la gouvernance d'entreprise repose sur l'hypothèse que les dirigeants et les différents partenaires (notamment les actionnaires) poursuivent chacun leur propre intérêt. La question importante est alors d'aligner les intérêts

des dirigeants sur ceux des actionnaires (Coase, 1937; Jensen et Meckling, 1976; Fama, 1980; Fama et Jensen, 1983). La dissociation de la propriété et du contrôle conduit les gestionnaires à prendre les décisions et les actionnaires à supporter un risque résiduel associé à leur investissement spécifique dans la firme. Depuis les travaux de Jensen et Meckling, l'agent est considéré comme pouvant poursuivre des buts opposés à ceux de l'actionnaire : chercher à atteindre une faible variabilité des revenus en évitant de prendre des décisions risquées, poursuivre la croissance stable des profits qui assurent une performance future, augmenter la taille de l'entreprise, etc. En revanche, les actionnaires s'intéressent à la maximisation de la valeur de la firme et préfèrent donc les investissements risqués pour rentabiliser leurs capitaux. En effet, les actionnaires sont confrontés à un certain nombre de problèmes pour la surveillance du manager : une information imparfaite afin de prendre de bonnes décisions, les applications difficiles de l'incomplétude des contrats en cas de comportements discrétionnaires et les incitations des actionnaires peuvent être atténuées par le développement du comportement du passager clandestin des autres actionnaires.

Les conflits d'intérêt peuvent être surmontés, moyennant des dispositifs d'incitation et de surveillance-sanction. Mais la mise en place d'un système d'incitation de l'agent et de son contrôle fait naître un certain nombre de coûts appelés coûts d'agence. Les coûts d'agence recouvrent les dépenses de surveillance et d'incitation, les dépenses d'obligations (publication des comptes, rapports, etc.) et la perte résiduelle<sup>1</sup> (Jensen et Meckling, 1976).

Selon cette théorie, le système de gouvernance est donc composé de l'ensemble des moyens de contrôle ayant pour but de réduire les conflits d'intérêts considérés comme coûteux. Trois grands types de mécanismes sont présentés : le contrôle interne réalisé par les diverses instances (conseils et comités) chargés de surveiller l'action des dirigeants, les mécanismes incitatifs destinés à encourager les dirigeants à poursuivre les mêmes objectifs que le principal et le contrôle externe exercé par les marchés (le marché financier et le marché du travail).

La théorie d'agence présente cependant de certaines limites pour expliquer le mécanisme de la gouvernance d'entreprise. Premièrement, la théorie d'agence ne prend pas en compte les différents acteurs concernés au sein de la firme. Cette vision ne permet ni

---

<sup>1</sup> C'est le coût d'opportunité ou encore ce qu'aurait gagné chacune des parties à ne pas contracter avec l'autre.

d'identifier les différents types de gestion et profils d'investisseurs (banques, investisseurs institutionnels, famille, etc.) ni le fait que les dirigeants aient des intérêts différents. Deuxièmement, l'explication fournie par cette approche est partielle et peu convaincante car elle exclut les liens de l'entreprise avec ses autres parties prenantes : ses fournisseurs, ses salariés, ses clients, etc. Au-delà de la relation actionnaires-dirigeants, la gouvernance d'entreprise peut être considérée comme le résultat des interactions entre les multiples parties prenantes de l'entreprise (Aglietta et Rebérioux, 2004; Blair, 1995; Charreaux, 1997a, 1997b; Tirole, 2001). Le contrôle du marché, en cas de mauvaise performance d'une entreprise, permet de protéger les actionnaires d'investissements non rentables. Mais ce genre de contrôle doit subir la résistance des employés, surtout des employés qui ont une implication forte. Ces réflexions conduisent à considérer que l'efficacité du système de gouvernance ne peut pas être appréhendée du seul point de vue des actionnaires.

Ainsi, ces défauts ont conduit à proposer l'approche contractuelle élargie à l'ensemble des partenaires impliqués. Charreaux (1997b) souligne que les dirigeants doivent donc en permanence prendre en compte les intérêts de ces différentes parties. Rajan et Zingales (1998b) mettent en avant l'importance du capital humain comme déterminant d'une structure de gouvernance et considèrent la firme comme «un nœud d'investissements à l'équipe de production spécifique». Dans ce cadre élargi de la propriété, l'objectif à atteindre est la création de valeur pour l'ensemble des parties prenantes de l'entreprise plutôt que la maximisation de la richesse des actionnaires (Charreaux et Desbrières, 1998). L'accent est mis non seulement sur le rôle des actionnaires et des dirigeants mais aussi sur celui des partenaires dans le processus de décision au sein de l'entreprise. Les dirigeants sont contrôlés également par les différents types de parties qui participent à l'entreprise. La coopération et la fidélité des salariés sont des facteurs déterminants qui permettent de réduire les coûts d'agence, de transaction et de situation de passager clandestin (Blair, 1995; Jones, 1995). Nous retrouvons le même type de raisonnement chez Aglietta et Rebérioux (2004) qui se réfèrent au terme «holiste» pour montrer que «l'entreprise n'est pas la propriété des actionnaires» (p.349). Il s'agit alors d'une structure collective qui se développe sur la base d'une coopération pour réaliser l'objectif commun.

### 1.2.2. Le rôle des institutions

La prise en compte de l'ensemble des partenaires de l'entreprise permet de dépasser le traditionnel conflit entre actionnaires et dirigeants. Pourtant, sa problématique et son analyse restent fondées sur une conception statique sans parler de l'efficacité comparée des différents modèles de gouvernance ou leur l'évolution probable.

La nouvelle approche tente alors d'incorporer le cadre institutionnel pour appréhender la dynamique de gouvernance et expliquer les écarts de performance entre les différents systèmes de gouvernance (Aoki, 2001; Aguilera et Jackson, 2003). L'idée est que les institutions peuvent créer des opportunités pour les entreprises afin que celles-ci puissent se spécialiser dans des types de production ou des produits spécifiques et rapporter ainsi des avantages comparatifs institutionnels aux économies (Whitley, 1999). Cela renvoie à la problématique de la variété des capitalismes (Hall et Soskice, 2002). Les approches institutionnelles reprochent à la théorie de l'agence le fait de ne pouvoir expliquer pourquoi les différents pays développent des modèles distincts de gouvernance d'entreprise. Les firmes doivent s'adapter aux multiples environnements dans lesquels elles évoluent et ce processus ne peut pas être expliqué par une seule force comme le coût d'agence (Fligstein et Choo, 2005). De ce fait, on ne peut pas comprendre les différents comportements des firmes sans connaître le contexte institutionnel dans lequel évolue la firme (Aoki, 2001).

A partir de la compréhension des caractéristiques du système, cette conception plus large de la gouvernance d'entreprise se propose d'appréhender la nature dynamique de la gouvernance (Aguilera et Jackson, 2003; Aoki, 2001; Jacoby, 2002). Le système de gouvernance est associé à la capacité à réduire les conséquences des conflits entre actionnaires et dirigeants, mais au-delà de l'importance des interactions à l'intérieur entre les différents acteurs, il faut aussi tenir compte des relations avec d'autres systèmes ou avec l'environnement. L'efficacité des pratiques de gouvernance d'entreprise dépend donc des contraintes et des opportunités des environnements dans lesquelles s'insère la firme et comment les parties prenantes choisissent le mode de gouvernance à travers le dialogue permanent avec leur environnement (Child, 1997). Un avantage de cette approche est de rendre compte de la façon dont les entreprises gèrent les interactions entre les éléments constitutifs du système et de son environnement, de manière à influencer sur les caractéristiques

principales et le comportement de la firme. En fait, de multiples modes d'interaction internes et externes créent des systèmes de gouvernance d'entreprise dynamiques. Ces dynamiques sont à l'origine de l'évolution et de la différenciation des modes de gouvernance d'un pays à l'autre.

Certains institutionnalistes ont reconnu que les facteurs juridiques et politiques peuvent fonctionner comme variables indépendantes pour affecter le mode de la gouvernance (Bebchuk et Roe, 1999; Demirgüç-Kunt et Maksimovic, 1998; Fligstein, 1990; La Porta *et al.*, 1997,1998,1999; Roe, 1994,2003,2004). Ces travaux cherchent à montrer quels types de marchés de capitaux et de systèmes de gouvernance d'entreprise ont tendance à se produire en fonction des systèmes politiques et juridiques. Cette approche souligne que le même problème d'agence et le besoin d'obtenir des capitaux pour les firmes, peuvent être résolus de manière différente selon les sociétés en raison des incitations et des contraintes des systèmes politiques et juridiques en vigueur<sup>2</sup>.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (désormais LLSV), dans une série d'articles, publiés entre 1997 et 2000 développent une des thèses centrale de l'économie de droit, celle de l'importance du système légal pour les différentes formes de la structure de l'actionnariat. Ils ont distingué trois traditions juridiques en observant la structure du capital des entreprises de 49 pays, ce qui permet d'expliquer les différences entre les systèmes de gouvernance autour du monde : la tradition jurisprudentielle britannique (*Common law*, 18 pays), la tradition civile française (21 pays) et la tradition civile germano-scandinave (10 pays). Les pays de droit civil, en comparaison avec les pays de *common law*, sont caractérisés par un faible niveau de protection juridique des actionnaires qui favorise la concentration de l'actionnariat. En revanche, les firmes au capital diffus sont plus communes dans les pays du *common law* avec une forte protection des droits des actionnaires. Néanmoins, on reproche parfois à cet argument le fait que les règles de droits changent et ne sont pas figées dans le cadre d'une famille juridique donnée et que la protection juridique des investisseurs n'est pas le seul facteur qui détermine l'efficacité d'un mode de gouvernance d'entreprise.

Roe(2003) montre comment les systèmes politiques interagissent avec les firmes et que le résultat de cette interaction dans le temps n'est pas nécessairement efficient à partir de

---

<sup>2</sup> Nous développerons plus en détails ces travaux ultérieurement (3.2.2).

la prise en compte de la complexité du processus de “lutte des classes”. Il donne une définition de la lutte des classes comme le conflit entre actionnaires, managers et salariés et cette lutte embrasse le domaine politique. Les conflits et les coalitions entre ces acteurs à travers l’action politique déterminent la nature des relations de propriété (y compris les droits des actionnaires minoritaires), le développement des marchés financiers et le droit du travail. De son côté, Gourevitch et Shinn (2005) complètent l’idée selon laquelle la forme de gouvernance d’entreprise provient d’un processus politique. En reposant sur l’hypothèse d’intérêts conflictuels entre les dirigeants, les actionnaires et les salariés, le cœur du débat est de savoir comment les acteurs parviennent à influencer la réglementation en fonction des institutions politiques (systèmes majoritaires ou de consensus).

Lorsque nous nous intéressons au rôle que jouent les institutions dans les différents systèmes de gouvernance, il est important de noter les divers liens, les complémentarités et les tensions entre les configurations institutionnelles (Aguillera et Jackson, 2003)<sup>3</sup>. L’impact d’un domaine d’institutions sur les parties prenantes au sein de l’entreprise, par exemple les droits de propriété sur le capital, est subordonné à l’influence d’autres domaines institutionnels (les systèmes financiers et les réseaux inter-firmes) sur le capital. Ainsi, Aoki (2001) nous explique “*in order to really understand why a particular institution emerges in a domain of one economy but not in a similar domain of another economy, we need to make explicit the mechanism of interdependencies among institutions across domains in each economy*” (p.18). Par conséquent, les pays avec des institutions identiques dans un domaine, n’auront pas nécessairement les mêmes modes de gouvernance dans la mesure où l’interaction avec d’autres institutions conduirait à des résultats distincts. Cette explication permet de comprendre les différences nationales dans les pratiques de gouvernance d’entreprise et pourquoi certaines pratiques sont plus répandues dans certains pays et non dans d’autres.

Par exemple, on peut se demander pourquoi la forte dispersion de la propriété aux États-Unis reste un phénomène exceptionnel. Comme nous l’avons vu plus haut, la dispersion de l’actionnariat s’explique souvent par l’origine juridique. Néanmoins, au-delà de cette vision étroite, nous pouvons fournir une explication plus subtile selon laquelle l’interdépendance de multiples domaines institutionnels a contribué à une situation conjoncturelle. Les systèmes financiers sont développés de façon différente selon les pays, en

---

<sup>3</sup> Nous allons revenir sur la notion de complémentarité institutionnelle dans le chapitre 3 consacré aux changements institutionnels.

particulier après la «régulation financière» des années 1930. La divergence entre les systèmes financiers a été amplifiée par le développement des Etats-providence après la Seconde Guerre mondiale où le régime de pension américain a favorisé la liquidité du marché. La coopération stratégique inter-firmes a été interdite dans le contexte du droit antitrust américain, encourageant la propriété dispersée. En revanche, dans des pays comme l'Allemagne, la concentration de la propriété a été soutenue en raison d'un certain nombre de facteurs : les droits de propriété en faveur des actionnaires de contrôle, la domination du financement bancaire et les réseaux denses de relations coopératives qui limitent la dilution rapide de l'actionnariat par l'opération de fusion.

**C'est ce cadre conceptuel qui intègre le rôle des institutions qui sera retenu pour notre étude de la gouvernance d'entreprise.** Nous considérons la gouvernance comme le système des règles d'organisation interne qui encadre le processus de création et de répartition de la valeur de l'entreprise entre les différents participants. Pourtant, **notre conception de la gouvernance d'entreprise ajoute les facteurs institutionnels influant la manière dont l'entreprise est gérée et contrôlée. Nous focalisons notre attention sur les importantes interactions entre la gouvernance d'entreprise et l'environnement institutionnel.** En effet, plutôt que les approches de la gouvernance qui s'attachent exclusivement à la relation entre partenaires, il y aurait des intérêts sur les différences des structures institutionnelles qui affectent les mécanismes de gouvernance d'entreprise. Cette perspective conduit à appréhender les propriétés dynamiques des systèmes de gouvernance et la diversité persistante des différents modèles.

## 2. Les typologies des mécanismes de gouvernance

La plupart des analyses opposent le système *outsider* au système *insider*. Le débat est souvent organisé autour d'une opposition entre le modèle des États-Unis et une forme alternative de l'Allemagne et du Japon. Pourtant, il existe plusieurs types de gouvernance d'entreprise qui peuvent se différencier d'un pays à un autre. Après une rapide présentation des deux modèles idéaux-types traditionnels de la gouvernance, nous verrons cinq modes de

gouvernance au-delà la simple dualité. Il s'agit du contrôle familial, du contrôle des États, des pyramides, des participations croisées et du contrôle par un groupe d'entreprise.

## **2.1. Une classification des principaux systèmes en deux catégories : le modèle *outsider* et le modèle *insider***

Les modes de gouvernance d'entreprise diffèrent d'un pays à l'autre. De manière simplifiée, nous pouvons dégager traditionnellement deux grands types de modes de gouvernance dans la littérature: le modèle « *outsider/market-based* » opposé au modèle « *insider/blockholder* ».

### **➤ Le système *outsider***

Les traits distinctifs du système *outsider* sont les suivants :

- Les marchés financiers sont très développés.
- L'actionnariat est dispersé avec d'importantes participations des investisseurs institutionnels
- La protection des actionnaires minoritaires est jugée forte.
- Les entreprises sont contrôlées par le marché via des prises de contrôle : si l'entreprise n'est pas performante, les actionnaires vendent leurs actions, le cours baisse et la firme s'expose à des menaces de prises de contrôle hostiles.

Ce modèle fait partie d'un champ de recherche qui se limite aux conflits d'intérêts entre les dirigeants et les actionnaires au sein de l'entreprise. Dans une telle configuration, l'entreprise cherche la maximisation de la valeur actionnariale, rejoignant l'idée du courant néo-classique selon laquelle l'objectif unique de la firme est la maximisation du profit (Aoki, 2001). Le système *outsider* repose davantage sur les contrats explicites qui sont formés entre les agents économiques. Les dirigeants de la société sont responsables d'exercer un devoir de prudence et de diligence, tout en assurant des contrôles financiers efficaces. La discipline financière peut être renforcée par l'audit des comptes annuels de la société. Ainsi, les mécanismes de contrôle laissent une large place au droit des sociétés qui définit les relations entre les

différents constituants de la société, soit les actionnaires, les dirigeants et les salariés. Cette structure permet également de pouvoir faire appel au marché des capitaux relativement facilement afin d'améliorer la gouvernance d'entreprise et de diversifier le risque. Ce modèle décrit les pays anglo-saxons.

➤ **Le système *insider***

En revanche, le système *insider/blockholder* a les caractéristiques suivantes :

- Les marchés sont peu développés.
- Le capital des firmes est détenu par des actionnaires majoritaires, seuls ou à plusieurs.
- Les dirigeants sont contrôlés non seulement par les actionnaires mais également par les autres parties prenantes.
- La protection des actionnaires minoritaires est jugée faible.

Dans ce modèle, la structure du capital est dominée par une grande concentration de la propriété. Le marché n'y joue pas un grand rôle. Les banques sont très présentes en tant qu'actionnaires et créanciers. L'Europe continentale (en particulier l'Allemagne) et le Japon sont les pays représentatifs de ce modèle. Ce système est basé en grande partie sur les garanties implicites et la confiance entre les individus impliqués. En raison de la dépendance aux relations, les règles de gouvernance d'entreprise formalisées n'apparaissent pas forcément aux marchés. Le principal conflit d'intérêt se situe entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Les travaux de La Porta *et al* (1999) mettent en évidence le conflit opposant les actionnaires de contrôle aux actionnaires minoritaires, appelé habituellement problème de l'expropriation, ce qui est distinct du problème «principal-agent».

L'opposition entre le modèle *outsider* et le modèle *insider* correspond aux deux grands modèles de capitalisme qui étaient dégagés dans les travaux d'Albert (1991), de Dupuy et Morin (1993) et de Hall et Soskice (2002). Cependant, bien qu'une telle approche dichotomique puisse fournir une base théorique claire sur laquelle une analyse empirique peut être fondée, il est besoin de la compléter par d'autres modèles de contrôle alternatifs pour comprendre les différentes formes de gouvernance d'entreprise. Supposons qu'on traite un grand nombre de pays comme des cas intermédiaires, on peut négliger les modèles plus complexes d'un certain nombre de pays dans une position ambiguë. Nous allons décrire dans

la sous-section suivante plusieurs types de gouvernance qui dépassent une classification binaire.

## 2.2. Le contrôle familial

La plupart des actionnaires de contrôle sont souvent des familles dans un grand nombre de pays comme l'Europe continentale et l'Asie (Claessens *et al.*, 1998; Faccio et Lang, 2002; Franks et Mayer, 1998; La Porta *et al.*, 1999). La caractéristique la plus importante des entreprises familiales est l'absence de séparation entre l'actionnariat et le contrôle. Suehiro(1993) définit les entreprises familiales comme “*a form of enterprise in which both ownership and management are controlled by a family kinship group, either nuclear or extended, and the fruits of which remain inside that group, being distributed in some way among its members*” (p.378). Le contrôle par la famille, en lui-même, n'est pas un sujet de préoccupation, il peut même avoir un impact positif sur la gouvernance des sociétés qu'elle contrôle (Hart, 1995). Les théories traditionnelles du contrôle et de la surveillance dans les entreprises familiales (Jensen et Meckling, 1976; Mc Conaughy, 2000; Taguiri et Davis, 1996; Ward, 1997) montrent que les entreprises familiales présentent certains avantages du fait que le capital et le contrôle soient entre les mêmes mains : réduction des coûts d'agence, loyauté et engagement profond à l'entreprise, prise de décisions rapides, continuité dans les objectifs et les politiques de l'entreprise, etc. Pourtant, l'effet bénéfique du contrôle familial ne se produit que lorsque des mécanismes de gouvernance sont en place afin que les actionnaires minoritaires puissent efficacement surveiller les actionnaires de contrôle (La Porta *et al.*, 1998, 1999).

À l'opposition traditionnelle entre le modèle *outsider* et *insider*, Khan (2001) propose de rajouter le modèle du contrôle par la famille aux typologies usuelles pour comprendre les structures de gouvernance plus complexes que dans le modèle anglo-saxon. Le tableau 1.1 décrit les principaux éléments de l'actionnariat de type familial en comparaison du système *outsider* et *insider*. La principale différence est que le contrôle ultime est détenu par les groupes familiaux plutôt que par les banques ou les marchés. Dans ce contexte, la question clé de la gouvernance est la façon dont les entreprises familiales sont surveillées. Dans le cas du contrôle par une famille, le financement peut provenir de trois sources différentes.

Selon Khan(2001), dans la première phase de développement les entreprises familiales sont financées en interne pour une grande partie. Étant donné que les propriétaires sont souvent les gestionnaires dans la plupart des cas et qu'il n'y a pas de financement externe, il n'y a pas de problème d'agence et l'auto-surveillance est suffisante. Cependant, le rôle des banques devient plus important au fur et à mesure que l'entreprise grandit. Et à un certain stade, même si les entreprises empruntent toujours auprès des banques, le financement externe par émission d'actions peut devenir la plus importante source de financement de l'entreprise. Toutefois, la différence essentielle de ce type de modèle par rapport au système *outsider* et *insider* réside dans le fait que ni les banques ni les marchés ne peuvent contrôler les groupes familiaux. Même avec l'accroissement de la part de leur financement direct, les familles peuvent prendre le contrôle de la société. Sans une protection des droits des actionnaires, cette condition peut être imputable à une asymétrie d'information entre les groupes de contrôle et les investisseurs extérieurs, ce qui devrait conduire à une augmentation du coût d'agence. Dans le modèle *insider*, les banques jouent le rôle de l'agent de surveillance en décidant soit de refinancer l'entreprise soit de la mettre en faillite suivant la nature et l'importance de la crise de l'entreprise. Alternativement, dans le cadre du système du marché, le contrôle de la firme est censé s'effectuer de manière externe sur le marché par la transparence de l'information financière et par le risque de prise de contrôle des entreprises par des OPA hostiles. (Berglöf, 1997). Cependant, lorsque les entreprises familiales ne fonctionnent pas bien, il ne semble pas évident d'avoir un certain mécanisme qui peut effectuer des fonctions disciplinaires et de contrôle.

**Tableau 1.1 : Comparaison des modes de contrôle : famille, *outsider* et *insider***

	Type de gouvernance d'entreprise		
	Contrôle par la famille	<i>Outsider</i>	<i>Insider</i>
Marchés d'actions	Peu développés et peu liquides	Très développés et Très liquides	Peu développés et moins liquides que le modèle <i>outsider</i>
Structure de l'actionariat	Concentrée	Dispersée	Concentrée
Droit des actionnaires	Faible	Fort	Faible
Droit des créanciers	Fort pour les créanciers proches mais faible pour les créanciers extérieurs	Fort	Fort pour les créanciers proches
Problème d'agence	Actionnaires de contrôle	Actionnaires versus	Actionnaires majoritaires

	familial versus actionnaires minoritaires	dirigeants	versus minoritaires
Rôle du conseil d'administration	Très limité	Important	Limité
Rôle d'OPA hostile	Très rare	Important	Assez limité

Source : tableau modifié de Khan (2001)

En effet, une forte concentration de la propriété et le contrôle des familles aboutissent généralement à des structures de gouvernance qui permettent aux actionnaires de contrôle de prendre des décisions importantes dans leurs propres intérêts. La nomination des membres du conseil d'administration est quasiment dans les mains de ces familles. Dans de telles conditions, le conflit entre les actionnaires de contrôle et les actionnaires minoritaires est possible, ce qui découle de l'extraction des bénéfices privés du contrôle au détriment des actionnaires minoritaires.

### 2.3. Le contrôle étatique

Le contrôle étatique est encore très répandu dans beaucoup d'économies en développement ou d'économies de marché émergentes (OCDE, 2005). Selon la définition de l'Union européenne<sup>4</sup>, une entreprise publique (aussi entreprise d'état) est *“une entreprise sur laquelle l'État ou d'autres collectivités territoriales peuvent exercer directement ou indirectement une influence dominante du fait de la propriété, de la participation financière ou des règles qui la régissent”*. Les entreprises publiques sont très nombreuses dans les services aux collectivités et les secteurs d'infrastructure tels que l'électricité, le gaz, l'extraction des ressources naturelles, les transports ou les télécommunications.

Le tableau 1.2 présente les trois principales spécificités des entreprises publiques qui les différencient des entreprises privées. Tout d'abord, Wong (2004) indique que la plupart des entreprises publiques poursuivent de multiples objectifs contrairement aux entreprises

<sup>4</sup> L'article 2 de la directive 80/723/CEE de la Commission du 25 juin 1980 relative à la transparence des relations financières entre les États membres et les entreprises publiques.

privées dont le but est la maximisation du profit. Par exemple, les entreprises publiques peuvent exercer des missions de service public, c'est à dire des missions considérées comme importantes qu'il revient à l'État d'assumer pour des usagers et pour les citoyens. Deuxièmement, l'État peut utiliser sa propre participation de contrôle pour améliorer la gouvernance d'entreprise, mais le contrôle étatique peut créer un double problème d'agence : un comportement abusif des dirigeants de la société et des représentants politiques siégeant à son conseil d'administration (OCDE, 2005). En tant qu'actionnaire, l'État (ou les représentants de l'État pour contrôler les sociétés) peut prendre des décisions que désapprouvent les autres actionnaires. Ceci peut les conduire à maximiser son profit personnel, voire même à détourner à des fins privées les fonds de l'entreprise. Enfin, une bonne partie du contrôle étatique opère souvent dans des conditions très opaques. Ainsi, l'actionnariat étatique constitue un acteur très controversé en termes de gouvernance d'entreprise. Bien que l'État puisse jouer un rôle pour améliorer la gouvernance d'entreprise (par exemple, l'État peut utiliser sa position de contrôle pour assurer un meilleur traitement des actionnaires minoritaires), le maintien du contrôle étatique peut permettre à l'État de poursuivre des objectifs politiques (tels que le développement des infrastructures) qui ne sont pas nécessairement conformes aux intérêts des actionnaires minoritaires.

**Tableau 1.2 : Différences de gouvernance entre entreprises privées et entreprises publiques**

	Entreprises privés	Entreprises publiques
Objectifs	Maximisation du profit	Objectifs soit commerciaux soit non-commerciaux
Problèmes d'agence	Comportement des managers	Double problèmes : – comportement des managers et des représentants politiques
Transparence	Niveau élevé (pour sociétés cotées)	Niveau faible

Source : Wong (2004)

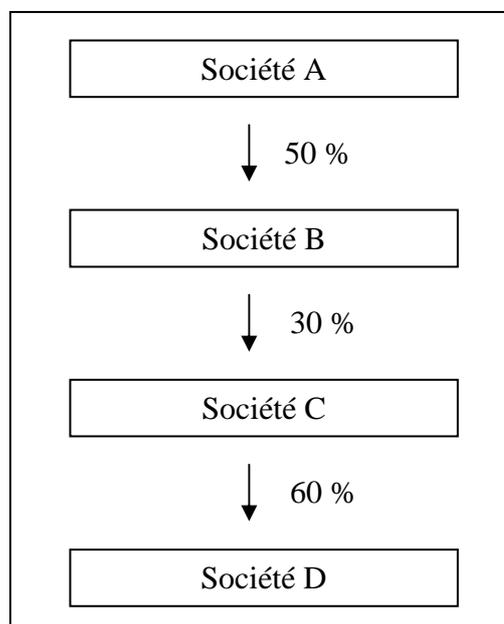
Aujourd'hui, le rôle de l'État actionnaire est moins important que par le passé. Selon l'OCDE (2005), le programme de privatisation dans un très grand nombre de pays a transformé de nombreuses sociétés, auparavant contrôlées par l'État, en sociétés à

participation privée. Cependant, l'État demeure un important actionnaire de contrôle dans certains pays d'Asie et de l'Europe du sud-est.

## 2.4. Les pyramides

Les pyramides sont des organisations où le contrôle des sociétés par un investisseur (société mère ou coalition d'actionnaires) s'effectue au travers d'une chaîne plus ou moins longue (Bianchi *et al.*, 2001). D'après Claessens *et al.* (2000), le système pyramidal est un processus qui peut être répété plusieurs fois par lequel une société détient la majorité des droits de vote d'une firme, laquelle détient à son tour la majorité de ceux d'une autre firme. Les pyramides d'actionnaire conduit à une déconnexion entre les droits de vote et les droits sur les flux de trésorerie. Cette déconnexion permet au détenteur ultime au sommet de la pyramide de contrôler les ressources de toutes filiales au bas de la pyramide en détenant une faible part de la capitale.

**Figure 1.1 : Structure pyramidale**

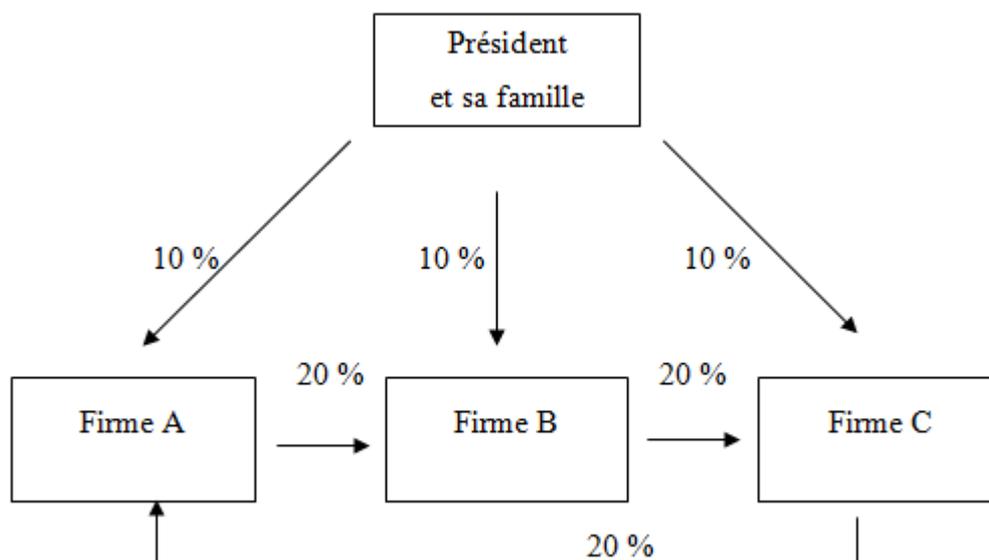


A titre d'exemple, la figure 1.1 présente une chaîne sous l'hypothèse que chaque action donne droit à une voix. La société A possède 50% du capital de B. Cette détention rend la société A l'actionnaire majoritaire de B. En même temps, la société B à son tour dispose de

30% des actions de C. Comme précédemment, cela permet à la société B d'être l'actionnaire de contrôle de C. Le fait que la société A contrôle B et que B est un actionnaire majeur de la société C, cela donne à la société A le droit de contrôler aussi C. Dans une telle structure, la société A a seulement une participation directe de B mais A contrôle le reste des entreprises via une participation indirecte. La société A contrôle donc totalement D avec seulement  $0.5 \times 0.3 \times 0.6 = 9\%$  du capital. Dans la plupart des cas, ces structures pyramidales ne sont pas aussi simples que dans la figure présentée ici. D'après Biebuyck *et al.* (2002), les déterminants de l'ampleur du décalage entre contrôle et propriété sont la quantité du rang pyramidal et la quantité d'actions détenues par l'investisseur dans chacune des sociétés intermédiaires.

## 2.5. La participation croisée

La participation croisée demeure l'un des outils fréquemment utilisés dans la séparation de la propriété et du contrôle. Elle consiste pour deux sociétés à détenir mutuellement une fraction du capital de l'autre. Ces réseaux de participation croisée au capital entre des firmes permettent de renforcer et augmenter le pouvoir d'un actionnaire ultime. Contrairement aux pyramides, le mécanisme des participations croisées relie les entreprises entre elles au travers d'une chaîne horizontale. En effet, les participations croisées se diffèrent de la structure pyramidale en vertu du fait que les droits de vote pour contrôler toutes les entreprises sont répartis sur l'ensemble du groupe plutôt que concentrés dans les mains d'une seule société ou d'un actionnaire. En principe, les relations mutuelles ou réciproques existent entre deux entreprises. Toutefois, étant donné la diversité des formes d'organisation, dans le cas de sociétés mères, les participations croisées peuvent exister de façon indirecte. La figure 1.2 montre comment un groupe de familles utilise ce système afin de contrôler l'ensemble de leur groupe. Dans cette figure, le président détient 10% de A, B et C. La société A détient 20% de B, B possède 20% de C, qui détient elle-même 20% de la société A. Il s'ensuit que le président a une possibilité de contrôler toutes les filiales du groupe avec sa faible part d'actions. Grâce aux structures de propriété croisées entre filiales, les membres des familles peuvent contrôler presque tous les groupes (voir annexe figure 0.1.1).

**Figure 1.2 : Participations croisées**

Par ailleurs, ce schéma peut offrir une source stable de financement pour les entreprises en assurant des partenaires qui sont des investisseurs stables et qui vont acheter de nouvelles émissions d'actions en cas de besoin. Une autre explication de l'organisation des entreprises qui privilégie la participation croisée tient à renforcer la stabilité de la gestion des entreprises en constituant un rempart face à la menace des OPA hostiles. De tels arrangements ont pour conséquence de réduire les pressions excessives des marchés financiers, lui permettant de développer des opérations à long terme. Les participations croisées stabilisent et renforcent l'activité des transactions entre les entreprises. Néanmoins, cette interconnexion entre les sociétés rend difficile la pénétration des investisseurs extérieurs, ce qui devrait conduire aux pratiques d'affaires anticoncurrentielles. Contrairement à ce qui se produirait dans un système anglo-saxon, les actionnaires ne jouent pas leur rôle de surveillance des dirigeants. Sans un contrôle effectif de la direction, les managers sont peu incités à chercher à maximiser les profits.

## 2.6. Le contrôle par un groupe d'entreprises

L'actionnaire de référence est parfois des entreprises, en particulier les participations issues des grandes entreprises. C'est le cas de *Keiretsu* au Japon et de *Chaebol* en Corée (encadré 1). *Keiretsu* présente le modèle d'un système fermé unique de contrôles internes, ce

qui ressemble beaucoup au *Chaebol*, bien que *Keiretsu* et *Chaebol* diffèrent par certains aspects essentiels fondamentaux (par exemple, la possession des banques, voir annexe figure 0.1.2 et 0.1.3). Ces grandes entreprises conglomerales se caractérisent par des réseaux de participations croisées entre la maison-mère et ses succursales, ou encore de multiples filiales à l'intérieur d'une structure pyramidale. Les caractéristiques spécifiques de ces grands groupes ont un poids déterminant dans l'économie nationale et leurs activités sont très diversifiées dans de multiples domaines, parfois de façon excessive ce qui peut engendrer des conséquences néfastes. L'interdépendance entre les entreprises signifie donc que des difficultés financières d'un secteur peuvent avoir des implications lourdes dans un autre secteur. Ce modèle a l'avantage de permettre à la société de poursuivre des objectifs dans une optique de long terme plutôt que d'être perturbé par les fluctuations de court terme sur les marchés d'actions. Pourtant, il semble y avoir un manque de mécanismes de surveillance au cas où les objectifs poursuivis sont incompatibles avec la réalité économique. Traditionnellement, les *Keiretsus* et les *Chaebols* ont poursuivi leurs leaderships commerciaux plutôt que la maximisation du profit à court terme. Ainsi, ces objectifs pourraient ne pas être forcément compatibles avec les intérêts des actionnaires périphériques.

---

### Encadré 1

#### *Keiretsu et Chaebol*

Les *keiretsu* sont des conglomerats, formés d'une multitude d'entreprises diverses, généralement liées entre elles par des liens financiers tissés à partir d'une banque. Cette banque dispose d'un contrôle important sur les entreprises du *keiretsu*, agissant comme une entité de surveillance et un prêteur de court-terme. Ces groupes disposent de sociétés de commerce, les *sōgō shōsha*, qui prospectent les marchés mondiaux. Les *keiretsus* s'appuient sur des réseaux de PME très dynamiques, sous-

traitantes et parfois familiales. Les *Keiretsus* les plus importants et les plus connus sont : Mitsubishi, Mitsui, Toyota et Sumitomo.

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” (p.35, Lee, 2005). Quelques exemples importants de *Chaebol* sont les cas de Samsung, de Hyundai, de LG et de Posco.

Sources : Wikipédia, Lee(2005)

---

Les conglomérats familiaux soulèvent la possibilité élevée d'expropriation qui n'existe pas au sein de conglomérats dont la propriété n'est pas concentrée dans les mains de la famille fondatrice du groupe. La famille qui contrôle un grand groupe utilise souvent les transactions internes entre les entreprises affiliées du groupe pour détourner des ressources financières, violant les droits d'autres actionnaires. Les participations croisées entre les entreprises affiliées jouent un rôle primordial dans la domination de la famille : c'est le cas notamment des *Chaebols* en Corée. Les propriétaires familiaux de *Chaebols* ont été capables de préserver le contrôle d'un certain nombre de filiales avec des parts d'actions relativement faibles en obligeant ces filiales à acquérir et à maintenir des parts importantes dans d'autres entreprises affiliées, souvent en utilisant les fonds de ces entreprises empruntés auprès d'institutions financières. Ces familles avaient une forte incitation à accroître les actifs des filiales, même si cela aurait eu pour conséquence une réduction de la profitabilité des entreprises tant qu'elles pouvaient maintenir leurs droits de contrôle. Un transfert de contrôle était peu probable à moins que les filiales ne rencontrent simultanément des difficultés financières importantes. Même dans ce cas de figure, les procédures de banqueroute par le contrôle externe des marchés ne fonctionnèrent pas.

### **3. Le débat sur la convergence vers le modèle d'actionnariat dispersé**

L'évolution des systèmes de gouvernance fait l'objet de nombreux débats théoriques et politiques sur les transformations du capitalisme. La question est de savoir si les différents systèmes nationaux convergent vers un modèle supérieur aux autres ou si la variété des formes de gouvernance et de capitalisme persiste (Aglietta et Rebérioux, 2004; Aoki, 2000; Dore, 2000; Lee, 2009; McDonnell, 2002). On évoque de plus en plus fréquemment l'idée d'une convergence de toutes les formes de capitalisme vers le modèle anglo-saxon.

Cette section a pour objectif de présenter une réflexion sur les forces qui poussent à l'homogénéisation des modes de gouvernance d'entreprise. Nous étudierons successivement l'implication de la globalisation des marchés capitaux, l'impact des investisseurs institutionnels, et de la référence internationale essentielle à la question de la gouvernance d'entreprise qui jouent un rôle majeur dans la pression à la convergence vers un modèle anglo-saxon d'actionnariat dispersé. Cette thèse de la convergence sera débattue à travers les différents arguments théoriques de la diversité des systèmes de gouvernance.

### **3.1. Les forces de la convergence des modèles de gouvernance d'entreprise**

Jusqu'aux années quatre-vingt-dix, une remarquable diversité des modes de gouvernance d'entreprise a subsisté mais certaines évolutions portent la marque d'une homogénéisation internationale des pratiques (Hansmann et Kraakman, 2000; Morin, 2002; Wójcik, 2003). Il est bien entendu difficile de dresser une liste exhaustive des facteurs qui ont pu contribuer à la globalisation des modèles de gouvernance dans tel ou tel pays. On peut toutefois mettre en avant certains éléments explicatifs communs à l'ensemble des pays.

Tout d'abord, l'intégration croissante des marchés financiers constitue de toute évidence une des forces motrices du processus de convergence des systèmes de gouvernance (Cunningham, 1999; Coffee, 1999; Gordon, 1999). Dans la majorité des pays, les investisseurs semblent de plus en plus disposés à accepter la thèse selon laquelle la détention d'un portefeuille d'actions internationales génère des rendements plus importants et un degré de risque moins élevé qu'un portefeuille purement domestique (Markowitz, 1952, 1959). De fait, de nombreux fonds de pension allouent désormais une certaine partie de leurs portefeuilles à des fonds internationaux alors qu'un grand nombre de fonds mutuels spécialisés ont été développés dans le but de permettre aux individus de participer à des investissements d'actions à l'étranger. Ce phénomène de diversification internationale est désormais visible principalement dans les pays qui présentent déjà des communautés d'investisseurs institutionnels puissants (OCDE, 2008). Mais dans la mesure où d'autres pays parviennent à développer des épargnes institutionnelles, on pourrait s'attendre à ce que ce phénomène se généralise.

Ensuite, le poids considérable des investisseurs institutionnels est également à l'origine de la modification de la structure de l'actionnariat (Boubel et Pansard, 2004; Gillan et Starks, 2002). L'essor des investisseurs institutionnels est la conséquence directe de la montée en puissance de la finance directe sur les marchés. Les investisseurs institutionnels insistent sur le fait que les sociétés cotées doivent respecter des normes internationales de gouvernance et que les actionnaires majoritaires doivent respecter les exigences des investisseurs minoritaires concernant la transparence et les procédures qui définissent les modalités de contrôle, surtout lors des réunions d'actionnaires. Ainsi, en plus des changements légaux et institutionnels en cours dans leurs pays d'origine, les sociétés cotées se voient contraintes d'adapter leur comportement afin d'être capable d'intégrer les marchés de capitaux mondiaux.

Enfin, les facteurs juridiques et réglementaires peuvent jouer un rôle déterminant dans l'explication des divergences entre la structure de l'actionnariat et les modes de contrôle (La Porta *et al.*, 1998,1999). Il existe par exemple plusieurs formes de droit des sociétés. Le concept central de société à responsabilité limitée est traité de façon différente sous diverses juridictions. Dans certains pays, le pare-feu entre une société et ses actionnaires de contrôle est impénétrable, sauf dans les cas d'abus les plus graves. D'autres adoptent un autre point de vue. Dans la tradition anglo-saxonne, le concept de corporation est fondé sur la relation fiduciaire entre les actionnaires et la direction. Dans la tradition continentale, une société possède une volonté indépendante, ce qui signifie qu'en théorie, ce qui est positif pour les sociétés ne l'est pas forcément pour leurs actionnaires. Ces différences sont imputables à des fondements de droit d'entreprise tels que les droits des actionnaires, le rôle et les changements du capital statuaire et la responsabilité du conseil d'administration, pour n'en citer que quelques-uns.

Or, ces différences ne sont pas nécessairement aussi importantes qu'il n'y paraît, et il semblerait même qu'elles soient en passe de devenir de moins en moins importantes. Tous les pays reconnaissent naturellement la prépondérance des propriétaires comme étant les ultimes arbitres de la stratégie d'entreprise et placent le concept de résidualité au cœur de la structure de gouvernance de leur société (OCDE, 2008). De plus, l'importance croissante des marchés de capitaux a eu pour effet de soumettre un certain nombre d'entreprises à la norme internationale. Il semblerait ainsi que les diverses législations relatives à la gouvernance aient tendance à converger ces dernières années (Iu et Batten, 2001).

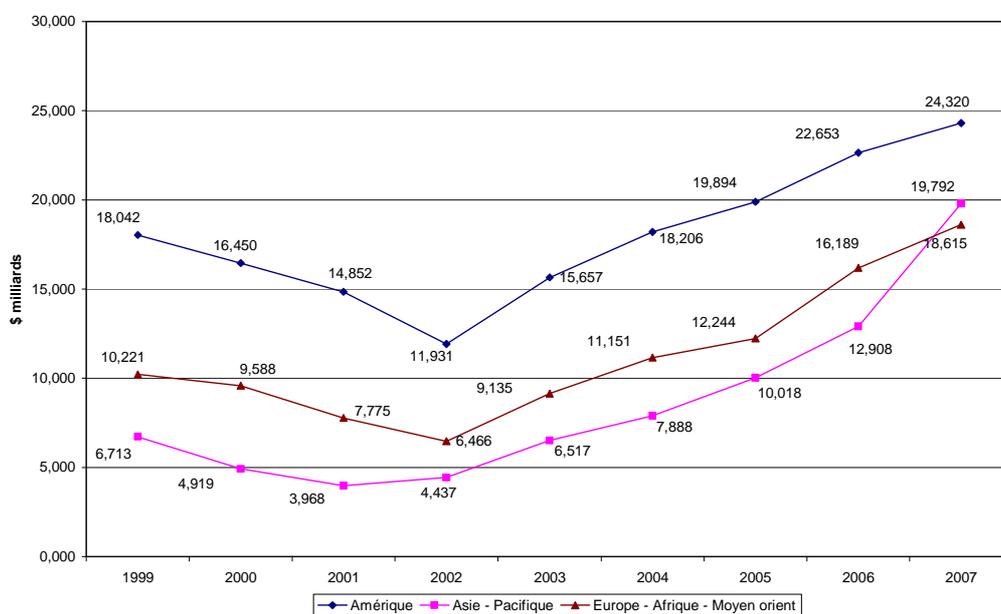
### 3.1.1. La globalisation du marché des capitaux

La mobilité internationale du capital a très fortement augmenté au cours des dernières décennies avec la libéralisation des mouvements internationaux des capitaux et le développement des innovations financières. Les mouvements de la libéralisation financière se sont accélérés sous l'effet de trois axes :

- la déréglementation qui renvoie à la suppression de toutes les restrictions sur les transactions des capitaux, autrement dit laisser libéralement les capitaux entrer et sortir du pays
- la désintermédiation financière par la titrisation
- le décloisonnement des marchés : l'ouverture des marchés nationaux mais aussi l'éclatement des compartiments préexistants à l'intérieur des marchés domestiques.

Une des composantes importantes de cette globalisation financière est la croissance des marchés financiers et surtout la très forte croissance des marchés boursiers depuis 1990.

**Figure 1.3 : Evolution de la capitalisation du marché boursier domestique**



Source: World Federation of Exchanges (WFE) (Annual Report and Statistics, 2008).

Comme l'indique la figure 1.3, la capitalisation boursière<sup>5</sup> dans la zone américaine (entièrement dominée par le NYSE et le NASDAQ) s'élevait à 22 653 milliards de dollar en 2006, contre 4000 milliards en 1990, même si elle a décliné, suite à l'éclatement de la bulle de « la nouvelle économie » entre 2000 et 2001. Dans les marchés européens, elle atteint 2 000 milliards de dollars en 1990 puis 16 189 milliards en 2006. De son côté, la capitalisation boursière de la zone d'Asie s'est accrue de 12 908 milliards de dollars en 2006, contre moins de 2 000 milliards en 1990.

La croissance des marchés d'actions a entraîné dans son sillage une importante modification des systèmes financiers des pays industrialisés et une reconfiguration de la structure du patrimoine de l'ensemble des agents économiques. Cette montée en puissance des marchés financiers internationaux est souvent considérée comme un « tsunami financier » supprimant les différences institutionnelles dans le monde entier. Explicitement ou implicitement, la pression de la sphère financière n'est évidemment pas sans conséquence sur le mode de gouvernance. La globalisation des marchés financiers a imposé l'ouverture des capitaux et a aussi permis une diversification accrue des actifs internationaux. La détention de l'épargne par les investisseurs institutionnels a facilité les placements internationaux. L'expansion des flux de capitaux privés a permis aux acteurs financiers privés de jouer un rôle important, en particulier les banques universelles, les fonds mutuels, les fonds de pension, les fonds spéculatifs, etc. L'offre des marchés financiers plus développés et liquides permet également aux entreprises dans le monde entier de tenter l'expansion internationale.

Le souhait des sociétés non financières d'attirer des investisseurs internationaux se manifeste sous plusieurs formes. Un grand nombre de sociétés cherchent à être cotées sur des marchés à l'étranger. Le choix de se reposer sur les marchés de capitaux étrangers tend automatiquement à accroître l'importance des actionnaires internationaux et étrangers, obligeant ainsi les directions des sociétés à accorder plus d'importance aux valeurs pour les nouveaux propriétaires. Le schéma de privatisation, les émissions de capitaux élevées et le relâchement des liens traditionnels inter-sociétés ont eu pour effet de produire des changements importants dans la structure de l'actionariat dans certains pays. Le souhait grandissant des investisseurs et des émetteurs d'opérer sur des marchés de capitaux internationaux exige de se soumettre à des normes communes. Les actionnaires institutionnels

---

<sup>5</sup> La valeur de marché de l'ensemble des actions en circulation d'une société par actions.

apportent avec eux des attentes concernant la valeur pour l'actionnaire et exigent que les sociétés définissent des objectifs de profit et génèrent des rendements compétitifs sur le capital d'investissement.

Quoique certains investisseurs conservent une préférence pour la détention d'actifs domestiques, l'internationalisation des placements en actions ne cesse de se développer. Les stratégies de globalisation des firmes et la concurrence sur les marchés de capitaux incitent donc les firmes à adopter des codes et standards afin d'attirer les actionnaires étrangers et à engager les restructurations de l'actionnariat : elles pensent que la réforme en la matière va augmenter la valeur de leur action. D'ailleurs, au-delà de l'importance des investisseurs étrangers, même les investisseurs locaux exigent l'adoption et le respect d'un ensemble de règles communes. Cette réflexion nous conduit à considérer que les flux de capitaux seront plus faibles dans les pays où il y a une opacité des modes de gestion des sociétés au détriment de l'attractivité des pays pour les investisseurs à la recherche d'opportunités d'investissements durables.

En fin de compte, l'internationalisation des marchés financiers, la libre circulation des capitaux, la mise en œuvre des codes et standards et les stratégies de globalisation des firmes, constituent une force puissante dans le basculement des modèles de gouvernance conduisant à une homogénéisation possible de la structure de la gouvernance. Les firmes sont capables de modifier leurs modes de gouvernance grâce à la caractéristique de la dynamique comme nous l'avons évoqué dans la partie précédente face à la concurrence accrue sur les marchés mondialisés.

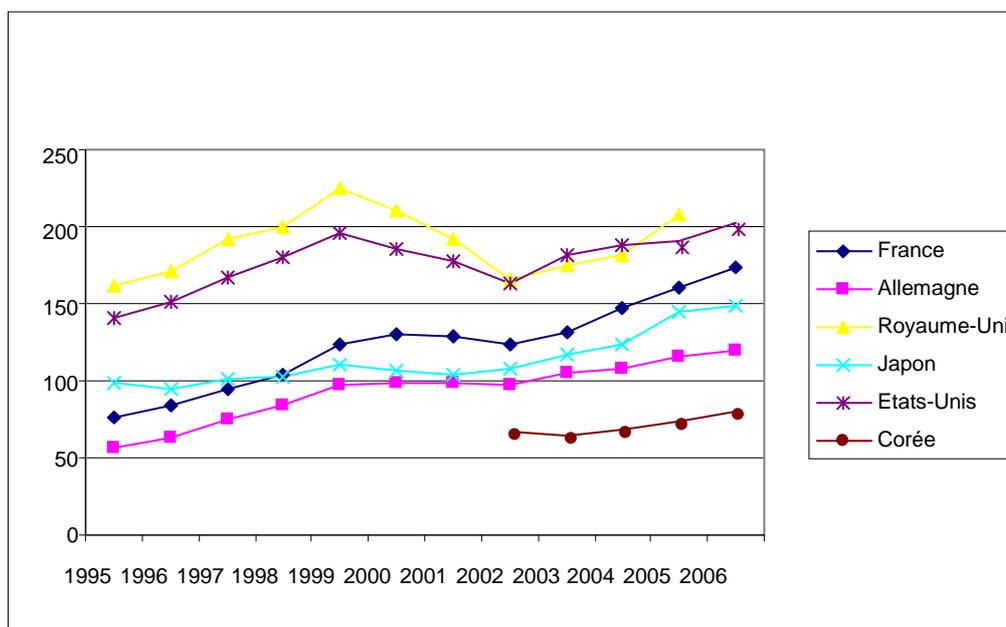
### **3.1.2. L'essor des investisseurs institutionnels**

Les investisseurs institutionnels sont devenus les plus importants intermédiaires financiers pour les ménages dans les pays industrialisés au cours des dernières décennies. On observe que dans les principaux pays de l'OCDE, le poids des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels s'est considérablement accru avec une croissance d'environ 6,6% par an entre 1995 et 2005. Selon l'OCDE (2008), le montant total d'actifs gérés par les investisseurs institutionnels dans la zone OCDE s'élevait à près de 40 000 milliards de dollars en 2005, ce qui dépasse le produit intérieur brut (PIB) total des principaux pays industrialisés.

La montée en puissance des investisseurs institutionnels s'est accompagnée du développement des marchés financiers. Cette mutation a modifié de façon significative les modes de circulation des fonds, les méthodes de transferts de risque, voire la structure du patrimoine de l'ensemble des agents économiques.

De manière générale, les investisseurs institutionnels regroupent trois grandes catégories de gestionnaires d'actifs<sup>6</sup> : les fonds mutuels, les compagnies d'assurance et les fonds de pension. Les investisseurs institutionnels collectent des fonds auprès de divers agents économiques et les utilisent pour acheter les titres de long terme. C'est ainsi qu'ils drainent des masses d'argent vers les marchés financiers. Le choix de l'individu de telle ou telle catégorie d'investisseurs institutionnels renvoie à la négociation entre la préférence des individus et la politique d'investissement de chaque investisseur institutionnel, voire le système de protection sociale de chaque pays. A la différence des banques, l'actif des investisseurs institutionnels est plutôt composé de titres acquis sur les marchés financiers, ce qui leur permet de fournir un service de gestion de l'épargne à long terme et leur passif n'est pas liquide.

**Graphique 1.1 : Actifs détenus par les investisseurs institutionnels par rapport au PIB en pourcentage**



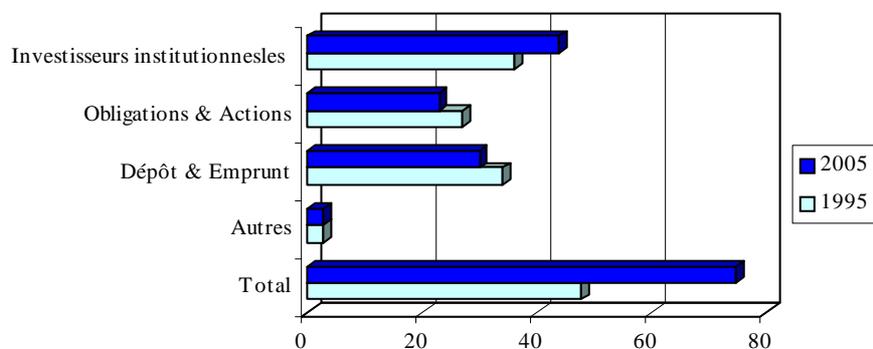
Source: OCDE (2008)

<sup>6</sup> Dans notre thèse, les expressions «gestionnaires de portefeuille» et «gestionnaires d'actifs» représentent les investisseurs institutionnels.

Aux États-Unis, les investisseurs institutionnels détiennent plus de 50% des actions des entreprises cotées en bourse alors que le Japon et le Royaume-Uni sont respectivement à 18% et 8,4% (OCDE, 2008). Même s'il y a une assez forte hétérogénéité en termes d'acteurs selon les pays (par exemple au Japon et en Allemagne les fonds de pensions ont un poids réduit comparativement à celui des compagnies d'assurance), la part des investisseurs institutionnels s'est fortement développée dans les principaux pays industrialisés

Nous pouvons mettre en avant certains éléments explicatifs qui ont pu contribuer à la montée en puissance des investisseurs institutionnels au cours des dernières années. Tout d'abord, face aux importantes modifications de la pyramide des âges, le vieillissement accéléré des populations en raison de l'élévation continue de l'espérance de vie, l'augmentation importante de la population d'âge mûr, le recul de la population jeune, les gouvernements de chaque pays doivent donc faire face à une grande difficulté de financer les retraites avec le système actuel. Par conséquent, l'épargne des ménages a de plus en plus recours aux fonds de pension privés et à l'assurance vie. La demande en actifs longs et risqués, soutenue particulièrement par les individus d'âge mûr, a certainement profité aux investisseurs institutionnels. Il est donc raisonnable de penser que l'influence d'âge a joué un rôle important dans l'émergence et l'essor des investisseurs institutionnels. En effet, les ménages consacrent une part sans cesse croissante de leurs actifs financiers aux investisseurs institutionnels (graphique 1.2) et ce mouvement reflète clairement la préférence des ménages pour les actifs offerts par ces intermédiaires (voir annexe graphique 0.1.1).

**Graphique 1.2 : Actifs des ménages**



Source: *Bank for International Settlements* (2007)

Cette préférence des ménages à une gestion directe de leurs portefeuilles s'explique généralement par trois arguments : l'économie d'échelle grâce à la gestion de montant considérable de l'épargne, le coût de participation et la composition des portefeuilles. Le dernier argument renvoie à la diversification du portefeuille qui serait difficilement accessible pour une majorité d'individus compte tenu du fait que leur modeste patrimoine n'est pas suffisant pour pouvoir avoir des bénéfices et des stratégies de diversification des portefeuilles.

Ensuite, deux éléments peuvent particulièrement être relevés. Nous pouvons faire référence aux innovations de produits multipliés par les intermédiaires financiers. Autrefois, la détention directe de titres était difficile à atteindre au plan individuel, désormais ce mouvement permet aux ménages d'accéder plus facilement et à moindre coût aux marchés financiers. Par conséquent, l'offre d'actif financier à destination des ménages connaît un essor spectaculaire. La possibilité offerte aux ménages d'avoir recours aux produits financiers à long terme a donc contribué au développement des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, des incitations fiscales ont été mises en place un peu partout pour favoriser l'investissement en actifs de long terme. C'est le cas notamment de lois fiscales américaines (loi ERISA et plan 401K). La loi ERISA (*Employment Retirement Income Security Act*) de 1974 a transformé profondément le mode de fonctionnement des fonds de pension en affichant pour objectif une amélioration de la sécurité dont les salariés peuvent bénéficier. En effet, elle a incité les fonds de pension à externaliser la gestion de ces fonds et à la confier à des intermédiaires financiers (Montagne, 2006). Cette évolution a été renforcée par les avantages fiscaux à l'occasion de la création en 1981 du Plan 401(k) qui change radicalement de conception des fonds de pension. Il est un système d'épargne retraite à cotisation définie et cautionné par l'employé. Désormais, l'employeur ne garantit plus aucune prestation. L'employé choisit alors s'il souhaite ou non avoir une partie de son revenu directement reversée sur son 401(k). Montagne (2001) souligne que ces nouveaux fonds ont conduit à l'émergence d'une triple structure de délégation ; des employés vers les fonds de pension, des fonds de pension vers les gestionnaires de fonds, des gestionnaires de fonds vers les entreprises sélectionnées.

Étant donné la présence croissante des investisseurs institutionnels sur les marchés financiers, le rôle des investisseurs institutionnels, en tant que gestionnaires pour compte de tiers et en tant qu'actionnaires des sociétés cotées, en imposant de nouvelles règles sur la gouvernance, ne cesse de croître (Boubel et Pansard, 2004; Gillan et Starks, 2002; Morin, 2006). Certains investisseurs institutionnels sont devenus plus actifs dans la gouvernance au

cours des deux dernières décennies (Agrawal et Mandelker, 1992; Lichtenberg et Pushner, 1994; Stapledon, 1996). Dans le cas des États-Unis, les fonds de pension ont commencé à faire des propositions à la direction au milieu des années 1980 (Charléty, 2001). Quelques années plus tard, la présence de plus en plus forte des investisseurs institutionnels a influencé la gestion des sociétés cotées en négociant directement avec la gestion d'entreprise ou en alertant les médias. Les fonds de pension et les fonds mutuels se sont davantage impliqués dans la gouvernance parmi les actionnaires institutionnels. Par exemple, la pression des fonds mutuels s'exerce par le remplacement du dirigeant suite à la baisse de la performance. Depuis la faillite d'Enron en décembre 2001 et les multiples scandales révélés, les actionnaires adoptent de plus en plus un mode de gestion plus actif (Myerson, 1993). L'activisme actionnarial n'est pas limité aux   tats-Unis : même si celui-ci demeure encore peu développé en Europe et en Asie, il devient également un enjeu important pour les gestionnaires d'actifs. L'activisme chez les actionnaires institutionnels peut prendre diverses formes en fonction des réglementations auxquelles ils sont soumis. Contrairement au modèle américain, en Europe l'activisme des actionnaires se fait souvent par la voie de l'action collective sous la forme associative. Les associations d'actionnaires existent en Allemagne et en Suède depuis les années 1960 et elles se sont étendues récemment dans d'autres pays européens. Au final, cette montée en puissance des investisseurs institutionnels est souvent analys  e comme un facteur de convergence des modèles de gouvernance d'entreprise.

### **3.1.3. La globalisation de la régulation**

Les principes de gouvernance d'entreprise de l'OCDE (1999) sont devenus la référence internationale en la matière et définissent la gouvernance d'entreprise comme "*a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and other stakeholders... it also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*" (p.2). La crise financière asiatique a engendré la publication des principes de gouvernance de l'OCDE. Les principes ont été élaborés pour améliorer la structure de la gouvernance d'entreprise dans le monde entier en définissant des règles et de bonnes pratiques qui peuvent être appliquées au gré des circonstances propres à chaque pays ou région. Les principaux thèmes abordés sont les droits et le traitement équitable des actionnaires, la transparence et la diffusion de l'information et les responsabilités du conseil d'administration. Les principes de

l'OCDE n'ont pas de caractère contraignant mais ils ont plutôt pour objectif d'être un point de départ de l'émergence de pratiques de qualité dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Il est peu probable qu'il y ait un code uniforme de la gouvernance d'entreprise qui soit accepté dans tous les pays. Compte tenu de la variété des contextes juridiques, économiques et culturels dans lesquels s'insère le mode de la gouvernance, les principes de l'OCDE sont un outil de référence plutôt que des règles qui peuvent être utilisés dans les différents pays. Ces principes s'adressent non seulement au législateur mais ils ont été élaborés à l'intention des entreprises cotées en bourse. Ils peuvent également servir de fil conducteur aux petites et moyennes entreprises. Dans cette sous-section, nous présenterons rapidement les principes directeurs de l'OCDE.

### ➤ **Droits des actionnaires et principales fonctions des détenteurs du capital**

Les droits des actionnaires correspondent aux droits fondamentaux dont doivent disposer tous les actionnaires quelle que soit leur part dans l'entreprise. On citera en particulier le droit de bénéficier de méthodes fiables d'enregistrement de leurs titres, le droit de céder ou de transférer des actions, l'accès à toute information concernant l'entreprise, le droit de participer aux assemblées générales des actionnaires et d'y voter, le droit d'élire les membres du conseil d'administration et le droit de partager les bénéfices de l'entreprise. En plus du droit de participation aux assemblées générales, les actionnaires doivent bénéficier d'un droit de participation aux décisions affectant toute réforme fondamentale en termes de politique d'entreprise, ainsi que toute modification des statuts de la société ou de tout autre document analogue régissant la société. Tout actionnaire doit avoir accès à une quantité suffisante d'information afin d'être en mesure de pouvoir exercer son droit de vote personnellement ou in absentia. Enfin, les marchés du contrôle des sociétés doivent être gérés de façon efficace et transparente.

### ➤ **Traitement équitable des actionnaires**

Les principes de l'OCDE mettent l'accent sur l'égalité des actionnaires, quelque soit leur part dans l'entreprise et qu'ils soient ou non étrangers. Tout actionnaire doit avoir le droit d'obtenir la réparation pour toute violation de ses droits. Cela implique que tous les actionnaires d'une même série à l'intérieur d'une classe doivent bénéficier des mêmes droits de vote et du même accès à toute information. Le délit d'initiés et les opérations pour compte

propre abusives doivent être prohibés, et les administrateurs et les directeurs d'entreprise doivent avoir l'obligation de divulguer au conseil d'administration les intérêts significatifs dans toute transaction affectant directement l'entreprise.

### ➤ **Rôle des différentes parties prenantes dans la gouvernance d'entreprise**

L'OCDE reconnaît que les actionnaires ne sont pas les seuls à avoir un intérêt dans une société, puisque les parties prenantes aussi profitent de la création d'emplois et de richesses grâce à la pérennité des entreprises financièrement saines. Pour eux, le cadre de la gouvernance d'entreprise doit garantir le respect des droits légaux des parties prenantes. Toute partie prenante dont les droits auraient éventuellement été violés doit également pouvoir obtenir réparation. Il est aussi conseillé de développer des mécanismes de participation des salariés qui permettent une amélioration de la performance. Par ailleurs, lorsque les parties prenantes sont impliquées dans le processus de gouvernance d'entreprise, elles doivent avoir accès à un réseau d'informations pertinentes et fiables.

### ➤ **Transparence et diffusion de l'information**

La gouvernance d'entreprise concerne en grande partie la divulgation et la transparence. Les principes de l'OCDE stipulent qu'un régime de la gouvernance d'entreprise doit garantir la diffusion opportune et précise de toute information relative à l'entreprise, particulièrement la situation financière, la performance, l'actionnariat et les structures de gouvernance d'entreprise de cette société.

En particulier, la diffusion de l'information doit porter sur :

- Le résultat financier et le résultat d'exploitation de l'entreprise.
- Les objectifs de l'entreprise.
- Les principales participations au capital et les droits de vote.
- Les données relatives aux administrateurs et principaux dirigeants et la politique de leur rémunération.
- Les transactions effectuées avec des parties liées.
- Les questions intéressant les salariés et les autres parties prenantes.
- Les structures et politiques de gouvernance d'entreprise.

Toute information doit être préparée, auditée et divulguée selon des normes de grande qualité reconnues au niveau international. Une vérification des comptes doit par ailleurs être pratiquée par un auditeur indépendant, et toute information doit être accessible équitablement et au meilleur coût pour tous les utilisateurs.

### ➤ Responsabilités du conseil d'administration

La dernière partie des principes de l'OCDE est consacrée aux responsabilités du conseil d'administration. Elle stipule la responsabilité du conseil d'administration vis-à-vis de l'entreprise et de ses actionnaires pour assurer un contrôle efficace de la gestion de l'entreprise. Un régime de gouvernance doit garantir le rôle du conseil d'administration concernant la surveillance effective de la gestion et le pilotage stratégique de l'entreprise. Ces directives visent à permettre au conseil d'administration d'atteindre ces objectifs tout en protégeant les droits des actionnaires et des parties prenantes.

L'objectif des principes de la gouvernance d'entreprise était d'exercer un attrait universel. Ces principes laissent pourtant entendre qu'ils dérivent pour l'essentiel des principes fondamentaux des économies libérales de marché et qu'ils visaient surtout le modèle *insider* fondé sur les relations interpersonnelles et le lien social, particulièrement dans les pays en développement où l'échec de la gouvernance d'entreprise semble plus probable. En effet, les principes de l'OCDE se basent principalement sur des préceptes issus du droit anglo-américains et s'attachent surtout à résoudre des problèmes de gouvernance dus à la séparation entre la propriété et le contrôle de l'entreprise. Iu et Batten (2001) démontrent les défauts significatifs de cette approche dans les économies en développement tel que l'Asie, où la séparation propriété-contrôle reste à accomplir. Selon ces auteurs, la diffusion internationale de ces principes est un facteur propice à la convergence du modèle de gouvernance d'entreprise. En réponse à la popularité des principes de l'OCDE et peut-être sous l'effet de leur influence, un certain nombre d'organismes nationaux dans le monde ont cherché à façonner leurs propres principes de gouvernance d'entreprise pour être en phase avec l'environnement général dans lequel les entreprises de leur pays opèrent. A titre d'exemple, les organisations telles que *Asia-Pacific Economic Corporation (APEC) & Pacific Economic Cooperation Council (PECC)*<sup>7</sup>, *Asian Development Bank (ADB)*<sup>8</sup>, *Commonwealth Association*

<sup>7</sup> APEC & PECC (2001) *Guidelines for Good Corporate Governance Practice*.

<sup>8</sup> ADB (2003) *Corporate Governance Principles for Business Enterprises*.

*of Corporate Governance (CACG)*<sup>9</sup>, *Europeans Commission (EU)*<sup>10</sup>, *World Bank*<sup>11</sup> et *UN Economic Commission for Africa (UNECA)*<sup>12</sup> ont publié leurs propres principes. Pour autant, toutes ces études reflètent l'insistance de l'OCDE sur l'importance d'une réforme de la gouvernance d'entreprise dans le but d'attirer des capitaux internationaux aux coûts moins élevés et de créer ainsi des entreprises plus performantes.

### **3.2. Les deux hypothèses sur la convergence des modèles de gouvernance d'entreprise**

Chaque système présente des avantages et des inconvénients selon les conjonctures économiques et la nature des activités, ce qui a vocation de fournir une explication des différents systèmes nationaux de gouvernance. Pourtant, lorsque nous assistons à un vaste processus de transformation économique à l'échelle de la planète, les mutations technologiques et la globalisation des marchés financiers poussent à s'interroger sur l'évolution probable des systèmes. Les débats relatifs au changement de gouvernance d'entreprise occupent une place de plus en plus importante selon la problématique suivante : devrait-on observer une convergence des différents modèles de gouvernance dans le monde? L'analyse de ces processus peut s'articuler autour de deux hypothèses. La première est celle de la convergence, c'est-à-dire la généralisation du modèle anglo-saxon. Contrairement à cette vision, les études consacrées à la comparaison des systèmes de gouvernance considèrent que les modèles nationaux sont résilients et gardent leurs spécificités.

#### **3.2.1. La réflexion sur l'efficacité des systèmes et la convergence**

Pour mieux comprendre la genèse du débat sur la convergence des modes de la gouvernance, il convient de situer cette discussion dans une perspective historique. Cela va nous permettre d'identifier certains éléments majeurs qui sont à l'origine de l'émergence de la polémique entre variété et convergence.

---

<sup>9</sup> CACG (1999) *Guidelines: Principles for Corporate Governance in the Commonwealth*.

<sup>10</sup> EC (2003) *Corporate Governance: Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance*.

<sup>11</sup> World Bank (2000) *Corporate Governance: A Framework for Implementation*.

<sup>12</sup> UNECA (2002) *Guidelines for Enhancing Good Economic and Corporate Governance in Africa*.

La première génération de recherches soutient que la nette séparation entre la propriété (dispersée) et le contrôle sont inévitablement plus « efficaces » et plus « modernes » que tout autre modèle, tels que les entreprises familiales, les conglomérats, les entreprises dirigées par les groupes bancaires ou les coopératives de travailleurs. Selon eux, les modèles alternatifs deviennent une structure d'actionnariat dispersée. Historiquement, ces approches ont émergées en premier lieu au Royaume-Uni et aux États-Unis, les deux principaux superpouvoirs au XIXème et XXème siècles. Au vu de la domination du commerce américain depuis la fin de la seconde guerre mondiale au moins jusqu'aux années 70, on aurait pu s'attendre à ce que le modèle américain de la gouvernance d'entreprise – la propriété dispersée, une protection légale significative des actionnaires et une indifférence marquée envers toute autre partie prenante, une dépendance faible sur le financement bancaire, une liberté relative en matière de fusion ou d'acquisition – soit adopté partout comme étant la meilleure pratique. La montée des nouveaux pouvoirs industriels que sont l'Allemagne et le Japon des années 60 aux années 80, jette toutefois le doute sur la thèse d'une supériorité supposée du modèle américain (Gerlach, 1992). La mondialisation financière et le développement de l'industrie de la gestion d'actifs dans les années 80, ainsi que le déclin de l'économie japonaise dans les années 90, ont donné lieu à une nouvelle vague d'arguments prévoyant une convergence vers le modèle américain.

Ainsi, la théorie de la convergence perçoit dans l'évolution actuelle, une apparente convergence des modèles de gouvernance vers un modèle dominant (Coffee, 1999; Cunningham, 1999; Hansmann et Kraakman, 2000). La majeure partie des travaux entrepris dans cette perspective considèrent que si la résistance inefficace n'intervenait pas, la réforme de la gouvernance d'entreprise conduit à la convergence de la structure de la propriété et la performance améliorée. L'objectif de l'évolution actuelle est d'améliorer le mécanisme de gouvernance d'entreprise et d'encourager la structure de l'actionnariat afin de minimiser le bénéfice privé provenant des dirigeants ou de *blockholders*. La réflexion se porte alors sur l'efficacité des systèmes. La perspective de la convergence accorde une importance primordiale à la création de valeur, ce qui permet d'appréhender immédiatement la performance d'une organisation sur le marché.

De multiples facteurs ont persuadé beaucoup de théoriciens de la victoire d'une convergence inexorable vers un modèle dominant importé des pays anglo-saxons, comme le montre le travail de McDonnell (2002) «*The American system works better and that the other*

*countries are in the process of converging to the American system*». Comme nous l'avons vu dans la section précédente, une grande mobilité internationale du capital, l'impact des marchés financiers sur le mode de gouvernance des entreprises, l'apparition généralisée des principes de bonne gouvernance, la crise financière qui est considérée comme les conséquences d'une mauvaise gouvernance, sont autant de facteurs qui ont largement montré l'idée qu'un modèle potentiellement efficace ne peut que se diffuser quasi-automatiquement à l'ensemble des autres espaces.

Pour Hansmann et Kraakman (2000), par exemple, la convergence des systèmes de gouvernance d'entreprise vers le modèle américain est non seulement souhaitable mais inévitable et il est déjà arrivé : *“Despite the apparent divergence in institutions of governance, share ownership, capital markets, and business culture across developed economies, the basic law of the corporate form has already achieved a high degree of uniformity, and continued convergence is likely. A principal reason for convergence is a widespread normative consensus that corporate managers should act exclusively in the economic interests of shareholders, including noncontrolling shareholders....And as the goal of shareholder primacy becomes second nature even to politicians, convergence in most aspects of the law and practice of corporate governance is sure to follow”* (dans le résumé et p.33). D'après ces deux auteurs, les systèmes alternatifs ne sont plus compétitifs et ils seront même éliminés face à la pression concurrentielle mondiale accrue, ce qui encouragerait le consensus idéologique de plus en plus large en faveur du modèle de gouvernance actionnariale.

Ces approches suggèrent que les économies orientées vers le modèle d'actionnariat dispersé sont plus performantes que les autres. Cependant, certains auteurs s'opposent sur les explications de cette convergence. La thèse de la diversité des modes de gouvernance défend l'idée que les modèles nationaux sont résilients et maintiennent leur diversité. À cet égard, la globalisation peut induire l'adoption de certaines normes communes de gouvernance d'entreprise mais cela ne signifie pas que ces normes soient mises en application ni que les capitalismes nationaux doivent converger (Khanna *et al.*, 2006). En outre, la prévalence de l'actionnariat dispersé dans le modèle anglo-saxon est très exceptionnel dans une perspective globale puisque les grandes d'entreprise, dans la plupart des pays, sont essentiellement contrôlées par les actionnaires de référence, souvent la famille (Morck *et al.*, 2005)

### 3.2.2. Les explications à la coexistence de différents systèmes de gouvernance

Il y a au moins trois arguments qui permettent de réfuter la thèse selon laquelle le modèle américain s'imposera bientôt à l'échelle internationale. Premièrement, les systèmes de gouvernance d'entreprise sont étroitement liés à des traditions juridiques qui sont peu susceptibles d'être modifiés dans un avenir proche. Deuxièmement, la façon dont les pressions mondiales sur les pratiques de gouvernance sont relayées par des politiques nationales, rend improbable une convergence internationale. Troisièmement, les systèmes de gouvernance d'entreprise n'opèrent pas indépendamment des effets d'interactions entre formes institutionnelles.

#### ➤ L'explication juridique

Il existe désormais un vaste champ de recherche relatif à la gouvernance d'entreprise, en particulier au carrefour du droit et des sciences économiques. Contrairement à la convergence dans le domaine de la gouvernance d'entreprise, les approches juridiques soulignent que le droit des sociétés<sup>13</sup> est étroitement lié non seulement aux coutumes sociales mais aussi à d'autres domaines juridiques (droit bancaire, droit du travail, droit fiscal, droit de la concurrence, etc.) et qu'il serait difficile de modifier simultanément en raison de la résistance de groupes d'intérêt solidement ancré dans leurs positions.

Les travaux de LLSV(1997, 1998) et La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999, 2000) illustrent cet important aspect juridique. Ces auteurs démontrent l'impact potentiel du droit sur la structure de propriété et le développement financier. Shleifer et Vishny (1997) indiquent que "*Much of the difference in corporate governance systems around the world stems from the differences in the nature of legal obligations that managers have to the financiers, as well as in the differences in how courts interpret and enforce these obligations*" (p.750). L'étude comparative des systèmes juridiques de 49 pays par LLSV (1998) expliquent comment les pays avec des origines légales différentes développent des droits distincts. Ils affirment que le système de *common law* favorable à la protection des actionnaires minoritaire

<sup>13</sup> D'après Aglietta et Rebérioux (2004), "il s'agit des règles juridiques qui définissent les relations entre les différents constituants de l'entreprise, soit les actionnaires, les administrateurs, les dirigeants et les salariés. Typiquement, ces règles traitent de la nature des droits de vote accordés aux actionnaires, du pouvoir de l'assemblée générale des actionnaires, de la composition et du fonctionnement des organismes sociaux, de la responsabilité des dirigeants et des administrateurs, etc". (p. 79)

aurait favorisé un actionnariat plus dispersé et des marchés financiers plus développés que les pays de droit civil. L'étude empirique de La Porta, Lopez-de-Silanes et Shleifer (1999) sur la structure de l'actionnariat des firmes des 27 pays, abouti à la conclusion selon laquelle il existe une relation forte et stable entre la tradition juridique, le niveau de protection des droits des investisseurs et le mode de gouvernance. Selon ces auteurs, les pays de *common law* (États-Unis ou Royaume-Uni) sont caractérisés par des systèmes de gouvernance d'entreprise efficaces puisqu'ils offrent aux actionnaires une protection juridique élevée face aux managers. Ces mêmes auteurs (2000) soulignent que l'exécution des contrats, la mise en place et le respect des lois semblent être plus pertinents pour distinguer les systèmes financiers par rapport à la distinction traditionnelle faite entre les systèmes financiers basés sur les marchés et ceux centrés sur les banques.

Selon Roe (1993), le modèle américain de gouvernance d'entreprise est issu d'une tradition juridique et législative particulière qui tend à limiter les activités bancaires, privilégiant les droits des dirigeants au détriment des droits des travailleurs, taxant les dividendes générés par les participations croisées et définissant des limites strictes pour les accords entre sociétés opérant dans le même secteur industriel. En revanche, en Allemagne et au Japon, un système différent de droit bancaire, de droit du travail, de droit fiscal et de droit de la concurrence et de la réglementation, soutient les modèles de gouvernance d'entreprise qui facilitent les interactions entre propriétaires et dirigeants ainsi que des liens étroits de collaboration entre institutions financières et entreprises ou entre deux ou plusieurs sociétés. Les systèmes de rémunération des dirigeants ne peuvent converger dans la mesure où les modalités du traitement fiscal de la rémunération, des fonds de pension et des incitations à long-terme diffèrent d'un pays à un autre. De même, il ne peut pas y avoir de convergence entre les structures d'actionnariat chez différents actionnaires tels que les intermédiaires financiers, les sociétés non-financières et les ménages en raison de la réglementation de la concurrence et de la réglementation fiscale qui peuvent affecter le partage du capital.

Leurs travaux ont généré une multitude de réflexions théoriques et empiriques qui confirme la relation entre la tradition juridique, le degré de protection des actionnaires et la structure de l'actionnariat (Bongini, Claessens et Ferri, 2000; Dyck et Zingales, 2004; Mitton, 2002). Cette littérature croissante aboutit à la conclusion selon laquelle une bonne protection des investisseurs peut contribuer à atténuer les bénéfices privés de la part des actionnaires majoritaires et des managers *insiders*, et par la suite à favoriser un actionnariat dispersé.

LLSV (1998) note que l'internationalisation des marchés de capitaux ne suffit pas à supplanter les structures de propriété existantes puisque celles-ci représentent une réponse équilibrée aux environnements légaux domestiques dans lesquels les firmes opèrent. Les auteurs indiquent également que l'argument de la convergence vers le modèle Berle et Means doit être nuancé, étant donné que la propriété concentrée produit une centralisation du pouvoir, ce qui peut ralentir la convergence. La thèse de La Porta *et al.* a ouvert la voie à de nombreux travaux montrant que les forces politiques peuvent infirmer les effets d'homogénéisation de la mondialisation.

### ➤ **L'explication politique**

Les approches politiques en termes de gouvernance prennent le pas sur l'explication juridique. Selon cette vision, l'hypothèse d'un mouvement de convergence des formes de gouvernance d'entreprise a tendance à oublier que les mouvements internationaux, telles que la mondialisation et la globalisation financière, ne sont pas des processus vraiment unique, mais sont aussi influencés et contestés par des intérêts politiques bien particuliers. L'explication politique a cherché en effet à élucider le rôle des conditions politiques nationales dans les différentes formes et la façon de la diffusion de la gouvernance d'entreprise. Si l'influence des politiques sur les modèles de la gouvernance contemporaine des entreprises n'est pas contestable, il apparaît évident que l'impact de la mondialisation sur la gouvernance d'entreprise ne sera pas identique. En effet, il est important de noter non seulement que les pressions de la mondialisation rencontrent une forte résistance mais qu'elles donnent également lieu à des processus d'adaptation particulièrement originale.

Quelques exemples d'études consacrées à la transformation historique des modèles de gouvernance d'entreprise suffiront à démontrer ce point. Djelic (1998) fournit des preuves évidentes que sous la pression de l'application du plan Marshall dans les années 50, les hommes politiques et les industriels allemands et français se sont opposés à la mise en vigueur directe du modèle américain de gouvernance. Des acteurs nationaux ont été en mesure de modifier et de transformer les modèles américains dans le but de servir leurs propres objectifs et leurs propres priorités. Les résultats dépendaient ainsi d'arrangements mutuels entre les gouvernements, les employeurs et les syndicats. Aguilera (1998) montre que les grandes sociétés espagnoles et italiennes, qui avaient des caractères similaires au début, ont divergé de façon significative au fil du temps en raison des choix réglementaires et politiques. Même aux

États-Unis, les tendances et les évolutions en matière de gouvernance d'entreprise résultent de négociations politiques.

Selon Roe (2000), ce qui détermine la différence, c'est l'absence ou la présence d'un choix politique social-démocrate qui conduirait à favoriser la concentration du capital en raison de la protection faible des actionnaires. Il souligne que les racines politiques des États-Unis « *strong managers and weak owner* » ont contribué au développement de la dispersion du capital. Dans les années 1930, le gouvernement américain a adopté une série de lois qui interdit aux banques et autres institutions financières de contrôler les sociétés industrielles. Ces lois ont été adoptées pour empêcher la concentration du pouvoir économique dans les mains de quelques institutions financières puissantes. Le modèle américain, qui est considéré efficient, n'est pas imité ailleurs dans le monde. Les pays scandinaves et asiatiques ont atteint des niveaux élevés de développement industriel sans produire d'institutions de type américain ou des marchés financiers développés, ce qui suggère que le modèle américain peut être un phénomène localisé, généré par des éléments de forces historiques et politiques propres aux États-Unis (Roe, 1994).

Dans le même ordre d'idée, le débat sur le rôle des politiques en termes de modèle de gouvernance a été lancé par Pagano et Volpin (2000). Ils indiquent que le choix des législateurs est influencé par le poids politique (électoral) de chaque acteur (actionnaires, dirigeants, salariés,...) et de ses intérêts économiques. Cela permet de comprendre pourquoi certains pays, comme les États-Unis et le Royaume-Uni, privilégient la protection des actionnaires tandis que l'Europe continentale se caractérise par une tendance en faveur de la sécurité de l'emploi.

Le modèle proposée par Gourevitch et Shinn(2005) est centré sur la manière dont le politique influence la gouvernance d'entreprise. Ils acceptent l'hypothèse d'intérêts contradictoires et conflictuels entre managers, actionnaires et salariés. Cependant, comme il n'existe pas de marché parfait, le politique devient central et la question devient comment les acteurs parviennent-ils à influencer la réglementation ? Les agents essayent de construire des coalitions qui, en fonction des institutions politiques (systèmes majoritaires ou de consensus) déterminent les règles, notamment la protection des intérêts des actionnaires minoritaires(MSP) et le degré de coordination des économies (DOC), qui à leur tour déterminent la concentration de l'actionnariat. Les auteurs montrent qu'il existe une

corrélation statistique inverse entre MSP et concentration de l'actionnariat et une corrélation positive entre DOC et concentration de l'actionnariat. Dans ce modèle, le changement de gouvernance provient d'un processus politique. Les institutions politiques peuvent donc avoir une influence importante sur la constitution des coalitions.

La création du marché unique rassemblant les pays membres de l'Union européenne constitue un scénario idéal pour étudier la façon dont la politique joue le rôle d'intermédiaire entre la mondialisation et les résultats de la gouvernance d'entreprise. Le processus d'intégration au sein de l'Europe n'est pas pour l'heure suffisamment dynamique pour permettre une convergence des lois et des pratiques dans le domaine de la gouvernance d'entreprise. Lannoo (1999) constate que les législateurs européens se sont battus au cours des 25 dernières années pour permettre une certaine harmonisation des normes de contrôle d'entreprise au sein de l'Union européenne, mais que leurs efforts sont contrariés par des conflits insolubles entre les États membres.

### ➤ **La variété du capitalisme**

L'approche institutionnelle démontre qu'il est futile de tenter d'identifier la meilleure pratique ou le meilleur modèle (Guillén, 1994, 1998a, 1998b; Whitley 1992, 1999). En raison des particularités de leur environnement social et institutionnel, chaque pays opère différemment au sein de l'économie mondiale. Le courant de l'analyse institutionnelle souligne donc que les structures de gouvernance d'entreprise sont influencées par les arrangements institutionnels propres de chaque pays. C'est en fait des environnements institutionnels que va dépendre le caractère durable de l'avantage compétitif d'un pays qui permet une position dominante d'un marché.

En termes conceptuels, la notion centrale est celle de complémentarité des formes institutionnelles. Le concept de complémentarité institutionnelle renvoie aux influences conjointes de deux ou plusieurs institutions sur l'économie dans son ensemble. Si nous faisons référence à la définition des complémentarités institutionnelles présentée par Ernst (2003), "*on parlera de complémentarités institutionnelles si l'effet joint de deux formes institutionnelles produit un impact supérieur dans l'espace des performances macro-économiques que chaque forme institutionnelle prise individuellement*" (p.13), la complémentarité institutionnelle désigne la supériorité d'une combinaison des institutions (A,

A') sur le critère de performance économique (R) plutôt que l'impact d'une institution qui est analysée isolément hors du contexte (A et A').

$$R(A, A') > R(A) \text{ et } R(A, A') > R(A')$$

En outre, nous pourrions dire que deux institutions sont complémentaires lorsque le fonctionnement et l'existence d'une institution sont accrus par la présence d'une autre institution comme le note Amable (2003) "*La complémentarité exprime que chaque arrangement institutionnel dans un domaine est renforcé dans son existence ou son fonctionnement par d'autres arrangements institutionnels dans d'autres domaines*" (p.376). Cette référence à la complémentarité des formes institutionnelles renvoie à la notion de cohérence institutionnelle.

Hall et Soskice (2002) ont identifié le rôle des complémentarités institutionnelles comme un facteur qui renforce les différences entre les économies de marchés libérales et les économies de marchés coordonnées. De même, le résultat empirique obtenu par Gingerich et Hall (2002) a mis en évidence une relation entre la cohérence institutionnelle et la performance économique. L'approche d'Aoki (2001) en la matière présente la coexistence de modèles contemporains différents : le modèle américain traditionnel, le modèle japonais, le modèle allemand, le modèle de la Silicon Valley (un modèle émergent tiré par les TIC). Dans la recherche d'Amable et Palombarini (2005) l'opposition entre le capitalisme néo-libéral et européen s'explique par les liens entre les différentes formes institutionnelles. La théorie de la régulation montre l'importance des institutions dans la dynamique des économies capitalistes et explique la persistance de la diversité des capitalismes en raison des architectures institutionnelles différentes (Boyer, 2004a).

A titre d'exemple, le système éducatif et les structures industrielles allemands (cf. le système d'apprentissage dual<sup>14</sup>, la coopération entre la direction et les syndicats, le système de gouvernance dualiste et la tradition d'ingénierie pratique et concrète), permet aux entreprises de dominer les secteurs d'équipement tels que les technologies de pointe, les voitures de luxe, et les produits chimiques spécialisés. La participation des travailleurs aux conseils de surveillance des entreprises allemandes oblige les entreprises à chercher des solutions

<sup>14</sup> L'interaction entre savoirs théoriques et mise en pratique, intégration coulante sur le marché du travail, formation ajustée aux besoins précis des entreprises.

intelligentes pour exploiter les talents des travailleurs productifs et sophistiqués (Deeg, 1997; Hollingsworth *et al.*, 1994; Streeck, 1991, 1995; Soskice, 1998). Le système éducatif français qui a pour mission de sélectionner les élites et une forte légitimité de pouvoir public permet aux entreprises de se spécialiser dans les secteurs liés aux grandes infrastructures publiques tels que les transports, les télécommunications, l'industrie de l'espace, l'industrie aéronautique et l'industrie de l'armement. Ce système favorise le rattrapage économique et technologique en lançant des grands programmes à long terme susceptibles d'un massif investissement (Storper et Salais, 1997; Ziegler, 1995, 1997). Au Japon, grâce à la formation des compétences à l'intérieur des entreprises qui permet une sophistication croissante des produits et la stabilité des participations financières, les entreprises japonaises peuvent maîtriser les secteurs qui nécessitent de larges coordinations et mobilisent une compétence localisée tels que l'automobile, l'électronique et la robotique. (Cusumano, 1985; Dore, 1973; Gerlach, 1992; Westney, 1987). Pour ce faire, les entreprises japonaises dépendent fortement de la stabilité et des liens étroits que leur offrent les grandes entreprises de type congloméral. De même, la spécificité de la spécialisation sectorielle du modèle américain (informatique, espace, pharmacie et finance) s'explique par la flexibilité externe du marché du travail, la multiplication des innovations financières et l'individualisation des bénéfices de l'innovation (Porter, 1990; Storper et Salais, 1997). Dans cette lignée, un modèle de gouvernance fondé sur les actionnaires dispersés et le contrôle du marché est incontestablement le modèle le mieux adapté à cette situation.

En définitive, l'aspect des complémentarités institutionnelles est d'une importance cruciale pour expliquer les différentes formes de capitalisme et il est aussi l'une des explications de l'inertie institutionnelle. La stabilité et la cohérence du régime d'accumulation résultent de la présence de complémentarités institutionnelles qui renforcent les institutions elles-mêmes les unes les autres, de sorte qu'elles empêchent les acteurs d'adapter leurs stratégies aux nouvelles configurations institutionnelles et de déclencher un changement institutionnel. En ce sens, "*la présence de complémentarités institutionnelles est censée empêcher la possibilité d'une institution hybride*" (Aoki, 2007, p.27). D'après ce même auteur (2001), la complémentarité institutionnelle ressemble à un puzzle. C'est-à-dire qu'il est difficile d'enlever une pièce (une forme institutionnelle) sans avoir des effets sur l'intégralité de l'ensemble du tableau (la structure institutionnelle entière).

Aglietta et Reberieux (2004) ont examiné la transformation actuelle des modèles de gouvernance d'entreprise en Europe (modèle allemand et français). A la question de savoir si la montée en régime de la finance de marché, la mise en œuvre des réformes, la domination idéologique du monde anglo-américain peuvent engendrer une convergence des modes de gouvernance d'entreprise de ces pays, ils ont montré que même si certains éléments vont effectivement dans le sens d'un rapprochement avec le modèle américain : droit boursier et droit des sociétés (dans une moindre mesure), cela ne saurait signifier une pure reproduction d'un modèle de référence. En outre, ces facteurs de changement inter-réagissent avec les configurations nationales et ce processus permet d'avoir diverses trajectoires. Pour l'Allemagne, les pratiques en matière de participation des salariés aux affaires de l'entreprise, accélérées par voie législative au cours de ces dernières années, conduisent à freiner l'adoption simple du modèle anglo-saxon. Pourtant, le mouvement de renforcement de la participation des salariés a conduit à une redéfinition des objectifs, ce qui peut être interprété comme la conversion institutionnelle<sup>15</sup>. Les relations industrielles continuent d'emprunter la voie de la décentralisation mais la décentralisation des relations collectives de travail ne dégrade pas le pouvoir de négociation des travailleurs. Par ailleurs, le recours au financement direct n'est pas devenu dominant et par conséquent le système financier est basé à la fois sur le crédit bancaire pour les PME et sur le marché boursier pour les grandes firmes.

## Conclusion du chapitre

Le premier chapitre nous a permis d'étudier le concept de gouvernance de l'entreprise et de procéder à un certain nombre de rappels sur les différentes approches en la matière. Nous avons vu que les conceptions différentes à propos de ce sujet ont donné naissance à des théories contradictoires. Partant de l'approche traditionnelle basée sur la protection des intérêts des actionnaires, nous avons rappelé la vision de la gouvernance élargie qui accorde de l'importance à d'autres parties prenantes. En particulier, nous avons souligné le rôle des institutions dans la compréhension de la gouvernance. Bien que les approches contractuelles soient à l'origine d'une majeure partie des idées qui fondent le cadre d'analyse actuel, nous devons insister sur les différentes structures institutionnelles qui guident les dynamiques de la gouvernance. L'évolution actuelle et la différenciation des

---

<sup>15</sup> Nous reverrons ce concept dans le chapitre 3.

modèles de gouvernance d'un pays à l'autre s'expliquent donc par le dynamisme des systèmes de gouvernance.

Malgré une prolifération de la littérature économique, juridique et en sciences de gestion sur ce sujet, nous avons vu qu'une nouvelle problématique a émergé, liée à la transformation en cours des modèles de gouvernance. L'accélération du processus de mondialisation au cours de la dernière décennie a ranimé la discussion autour de la convergence vers le modèle américain. Plusieurs facteurs expliquent cette hypothèse : la libéralisation des marchés capitaux, la montée en puissance des investisseurs institutionnels qui s'accompagne de la diffusion d'une culture favorable à la valeur actionnariale et des standards globaux de gouvernance inspirés largement par le principe du modèle anglo-saxon. (Dignam et Galanis, 1999).

Ces arguments semblent suggérer que le modèle américain est supérieur aux autres modèles de gouvernance compte tenu de ses performances durant les années 90. Pourtant **cette idée de la convergence n'est pas vraiment convaincante** puisqu'elle s'inscrit dans la perspective de l'efficacité. La fonction du mécanisme de gouvernance ne se limite pas au seul critère d'efficacité. **Les systèmes de gouvernance ne doivent pas être considérés de façon isolée, sans prendre en compte les interactions avec leur environnement.** La théorie de la convergence se heurte donc au fait de l'histoire et de la politique qui vont dans le sens du maintien d'une diversité des modes de la gouvernance. Comme l'argument de Roe (1994), le fait que de nombreuses sociétés semblent avoir connu une croissance économique sans converger sur un seul modèle de gouvernance d'entreprise suggère qu'il n'existe pas de meilleures pratiques de gouvernance communes. En fait, la relation qui lie les institutions et un style particulier au mode de gouvernance du pays sont plus complexes que ce que la thèse de la convergence indique.

Nous nous tournons maintenant vers des cas concrets d'économies asiatiques et mettrons à l'épreuve l'hypothèse de la convergence en étudiant la transformation récente des systèmes de gouvernance en Asie, qui sont très différents du modèle anglo-saxon.

## **Chapitre 2**

### **La transformation en cours de la gouvernance d'entreprise en Asie**

## Introduction

Selon l'analyse comparative de la gouvernance, il est d'usage de classer l'Asie parmi les systèmes de gouvernance d'entreprise *insider*. Cependant, la distinction conventionnelle entre systèmes *outsider* et *insider* ne prend pas totalement en compte la pluralité des systèmes au sein de l'Asie. Les études sur la gouvernance d'entreprise se sont souvent focalisées sur l'Amérique du nord et l'Europe de l'ouest. À l'exception du Japon, la plupart des approches ont largement ignoré les économies asiatiques et occulté la diversité des modèles au sein de l'Asie. Tandis que l'actionnariat des entreprises japonaises est généralement dispersé, ceux d'Hong-Kong, d'Indonésie et de Taïwan sont pour la plupart sous le contrôle familial. Les banques et les compagnies d'assurance dominant en Asie de l'Est (Japon et Corée) et le contrôle par l'État à Singapour. Il existe des différences significatives d'un pays à l'autre et ce à plusieurs niveaux, ce que nous allons notamment étudier dans ce chapitre.

Par ailleurs, la transformation actuelle de la gouvernance concerne plutôt les modèles *insider* qui semblent moins bien adaptés aux effets de la globalisation que les modèles anglo-saxons. Par exemple, dans le cas de l'Allemagne, de nombreuses études récentes sur ce pays ont clairement montré qu'elle a connu un changement institutionnel majeur dans le sens où les entreprises allemandes ont poursuivi un processus d'«anglo-saxonization». Globalement, l'Allemagne reste un modèle *insider* mais le système allemand est très différent de ce qu'il était dans le passé (Deeg, 2005; Lane, 2005). A cet égard, l'Asie<sup>16</sup> semble ne pas échapper aux changements intervenus ces dernières années. La mutation asiatique qui s'opère est également une illustration de la pression exercée sur les modèles qui demeurent fort éloignés des systèmes anglo-saxons. **Nous allons donc examiner les transformations en cours dans les modes de gouvernance et les systèmes financiers.**

Dans la première section, nous étudierons les caractéristiques traditionnelles de la gouvernance et des systèmes financiers avant la crise. Nous verrons que les actionnaires de contrôle sont dominants. A la différence du modèle américain où on trouve le conflit d'intérêt entre les dirigeants et les actionnaires, dans de nombreuses économies asiatiques, le principal

---

<sup>16</sup> L'Asie comprend dans notre analyse les 14 pays d'Asie de l'Est, du Sud et du Sud-Est : le Bangladesh, la Chine, la Corée, Hong-Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Taïwan, la Thaïlande, Singapour et le Sri Lanka.

conflit d'intérêt se situe entre les actionnaires majoritaires et minoritaires. Le recours à des leviers de contrôle des actionnaires dominants permet de tirer des avantages privés aux dépens des actionnaires minoritaires. Des systèmes financiers ont longtemps été dominés par les banques, aboutissant à des marchés financiers peu développés.

La seconde section sera centrée sur l'observation des transformations récentes dans les réglementations de la gouvernance et les systèmes financiers. Les gouvernements dans la région donnent la priorité à l'adoption d'un code commun de règles de « bonne conduite » en matière de gouvernance. Les sociétés asiatiques ont accru le recours aux marchés boursiers au détriment des banques. Mais, contrairement à ce qu'on pourrait croire, nous montrerons que les banques ont su s'adapter au nouveau contexte financier à travers une diversification de l'activité. Les nouveaux métiers des banques sont en lien direct avec les marchés de titres.

La troisième section analysera l'évolution des structures de l'actionnariat depuis la crise. Nous constaterons que la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes asiatiques est particulièrement importante depuis 1997. Les poids respectifs du trio fonds de pension/compagnies d'assurance/fonds mutuels dans les pays étudiés seront examinés. Pourtant, nous montrerons que la convergence vers le modèle d'actionnariat dispersé n'est pas tout à fait convaincante compte tenu du fait que ce sont les acteurs stratégiques qui gèrent plus de montants d'actifs asiatiques que les investisseurs institutionnels. L'analyse de données (l'analyse des correspondances multiples) servira essentiellement à mettre en avant la variété des modèles de la gouvernance sur la zone asiatique.

## **1. Les caractéristiques de la gouvernance en Asie avant la crise de 1997**

Afin d'évaluer les changements intervenus dans la structure de la gouvernance, cette section vise à présenter une description stylisée du système précédent de gouvernance et du système financier. La haute concentration de la propriété est une caractéristique que partagent tous les pays de la région. Cependant nous pouvons distinguer plusieurs modèles distincts :

domination de l'actionnariat par familles, contrôle par l'État et contrôle par des grandes entreprises de type conglomérat. Enfin, nous présenterons les systèmes financiers organisés autour des banques.

### 1.1. La prédominance des actionnaires de contrôle

En Asie, des grands actionnaires contrôlaient la plupart des sociétés à l'exception du Japon. Le tableau 2.1 présente un profil des actionnaires de contrôle par type. Dans leur grande majorité, environ 80% des entreprises cotées avaient un actionnaire de contrôle. La concentration du capital se manifestait davantage dans les petites firmes que dans les grandes. Pourtant, même pour les grandes entreprises dans certains pays, les actionnaires dominants détenaient plus de 50% du capital (La Porta *et al.*, 1998). Souvent, une seule famille détenait des participations de contrôle dans plusieurs entreprises (Claessens *et al.*, 1999b). Dans certains cas, l'État demeurait un important actionnaire de contrôle. La propriété et le contrôle étatiques ont joué un grand rôle comme dans la plupart des autres économies en transition. Traditionnellement, l'État a conservé de fortes participations dans le capital de certains secteurs considérés comme constituant un monopole naturel ou ayant d'autres caractéristiques stratégiques (le secteur bancaire, des télécommunications, etc.).

**Tableau 2.1 : Actionnaires de contrôle des sociétés cotées en Asie**

Pays	Nombre de sociétés	Actionnaire dispersé	Famille	État	Etablissement financier	Société
Hong Kong	330	7,0	<b>66,7</b>	1,4	5,2	19,8
Indonésie	178	5,1	<b>71,5</b>	8,2	2,0	13,2
Japon	1240	79,8	9,7	0,8	6,5	3,2
Corée	345	43,2	48,4	1,6	0,7	6,1
Malaisie	238	10,3	<b>67,2</b>	<b>13,4</b>	2,3	6,7
Philippines	120	19,2	44,6	2,1	7,5	26,7
Singapour	221	5,4	55,4	<b>23,5</b>	4,1	11,5
Taiwan	141	26,2	48,2	2,8	5,3	17,4
Thaïlande	167	6,6	<b>61,6</b>	8,0	8,6	15,3

*Note* : Pourcentage d'entreprises ayant un large actionnariat ou un type particulier d'actionnaire de contrôle, le contrôle étant défini comme la détention de 20 % ou plus des droits de vote.

Source : Claessens *et al.*, (1999b)

Ainsi, dans de nombreux pays le principal conflit d'intérêt se situe entre les actionnaires majoritaires et minoritaires alors que le conflit d'intérêt est dû à la séparation de la propriété et du contrôle dans les sociétés aux États-Unis et au Royaume-Uni. Shleifer et Vishny (1997) indiquent que l'intérêt des actionnaires majoritaires n'est pas nécessairement compatible avec celui des actionnaires extérieurs. Un comportement abusif de la part des actionnaires de contrôle, couplé aux avantages des informations dont ils disposent concernant la gestion de l'entreprise, devrait conduire les actionnaires de contrôle à tirer des avantages personnels de la société, aux dépens des actionnaires périphériques et des autres parties prenantes.

Selon la théorie de la finance traditionnelle, toutes les actions d'une société sont identiques et chaque actionnaire reçoit le même revenu par action (le principe "une action = une voix"). Cependant, les actionnaires de contrôle peuvent conserver le contrôle avec une participation limitée grâce aux techniques permettant de découpler le pouvoir dans l'entreprise du capital détenu. Parmi ces mécanismes, on peut dénombrer les structures pyramidales, les participations croisées ainsi que les actions à droits de vote multiples (Claessens *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 1999). En fait, comme nous l'avons déjà évoqué dans le chapitre 1, ils permettent aux actionnaires de contrôle un plus grand nombre de droits de vote que celui correspondant à leur participation au capital. Claessens *et al.* (1999a) soulignent l'importance de la séparation entre les droits de vote et les droits aux *cash-flows* futurs en Asie<sup>17</sup> (voir annexe tableau 0.2.1). Dans tout les pays examinés dans leur étude, ces trois moyens sont largement utilisés pour renforcer le contrôle. Par exemple, en Indonésie les deux-tiers des sociétés cotées sont contrôlées au moyen d'une structure pyramidale et environ 50% en Corée, aux Philippines, à Singapour et à Taiwan. Des pays tels que le Japon, la Malaisie et Singapour sont caractérisés par un degré élevé de participations croisées. Dans la majorité des cas, les pyramides sont souvent combinées par des participations croisées. Ces outils aux effets cumulatifs peuvent permettre aux actionnaires dominants d'extraire des bénéfices privés au détriment des acteurs minoritaires ainsi que d'autres investisseurs<sup>18</sup>. Comme le note Claessens *et al.* (2000) "*In all East Asian countries, control is enhanced through dual-class shares, pyramid structures, and cross-holdings among firms. Voting rights consequently exceed formal cash-flow rights...Separation of management from ownership*

<sup>17</sup> On a un ratio des droits aux *cash-flows* et des droits de vote nettement inférieur à 1.

<sup>18</sup> Selon Dyck et Zingales (2004), les bénéfices privés sont les avantages, que ce soit les avantages financiers ou les aspects non monétaires, réservés uniquement aux actionnaires de contrôle.

*control is rare, and the top management of about 60% of firms that are not widely held is related to the family of the controlling shareholder. These findings have important implications for the ability and incentives of controlling shareholders expropriate from minority shareholders.” (p.2).*

**Tableau 2.2 : Structures d’actionnariat pour accroître le contrôle en Asie**

Pays	Contrôle pyramidal	Participation croisée
Hong Kong	25,1	9,3
Indonésie	<b>66,9</b>	1,3
Japon	36,4	<b>11,6</b>
Corée	<b>42,6</b>	9,4
Malaisie	39,3	<b>14,9</b>
Philippines	<b>40,2</b>	7,1
Singapour	<b>55,0</b>	<b>15,7</b>
Taïwan	<b>49,0</b>	8,6
Thaïlande	12,7	0,8

*Note* : Les données sont pour 2 980 entreprises cotées.  
 Source : Claessens *et al.*(1999b)

## 1.2. Les trois grands modèles différents de gouvernance

Au-delà des traits communs, il est important de noter que **l’Asie ne suit pas un seul modèle homogène**. Trois types de modèles pourraient être distingués.

### ➤ Domination de l’actionnariat par familles

À Hong-Kong, la grande majorité des sociétés cotées en bourse était principalement dominée par des familles. Selon les analyses de *Hong Kong Society of Accountants* (1997), 53% des entreprises cotées sont contrôlées par un seul actionnaire ou un groupe de famille qui détient plus de 50% du capital. 77% d’entre-elles sont contrôlées par ces acteurs qui possèdent plus de 35% d’actions (voir annexe graphique 0.2.1). Les structures de propriétés croisées étaient également fréquentes entre filiales et maison-mère et/ou entre filiales. Quand une famille ne détient pas une majorité des actions, la famille est nommée elle-même directeur administratif et garde le contrôle.

L'Indonésie était également l'un des pays identifié par Claessens *et al.* (1998, 1999a) où les firmes cotées sont principalement dominées par des familles. En fait, 15 familles contrôlaient environ 62% de la capitalisation de la JSX (*Jakarta Stock Exchange*). Selon le rapport de l'ADB (2001), les deux-tiers des entreprises cotées sont contrôlées directement ou indirectement par celles-ci entre 1993 et 1997. Les actionnaires de contrôle avaient fréquemment recours aux structures pyramidales par lesquelles le fondateur garde toujours le contrôle sur son entreprise.

De même, les détenteurs ultimes des entreprises en Thaïlande étaient généralement issus des membres d'une famille. Par holdings, les actionnaires individuels ou familiaux détenaient plus de 60% du capital d'une société tandis que les banques et les investisseurs institutionnels ne possédaient pas directement un bloc de contrôle des entreprises non-financières. Wiwattanakantang (2001) montre que, sur un échantillon de 270 firmes cotées au *Stock Exchange* en Thaïlande en 1996, 72,96% des entreprises ont des actionnaires de contrôle qui sont des familles ou des individus (voir annexe tableau 0.2.2). 57% sont contrôlées par une seule famille tandis que 5% le sont par plus d'une famille.

Taiwan était également marqué par ce type de contrôle. Su *et al.* (1998) constatent que 78% des firmes cotées sont contrôlées par une ou plusieurs familles. Celles-ci détiennent en moyenne 27,4% du capital. La mise en place d'une structure pyramidale et d'une participation croisée contribuait à la structuration des réseaux familiaux. Une participation majoritaire par du fondateur et de sa famille au sein des conseils d'administration, la nomination des enfants, même des beaux-enfants à la direction ainsi que des alliances entre grandes familles d'entrepreneurs sont cruciaux dans ces réseaux familiaux.

#### ➤ Contrôle par l'État

Notamment, en Chine, à Singapour et en Malaisie, la propriété d'État était prédominante pour un très grand nombre de sociétés. A Singapour, les entreprises liées au gouvernement sont omniprésentes<sup>19</sup>. Dans les années 80, elles ont représenté 60% du PIB du pays. Bien qu'une large privatisation, dans les années 90, ait abouti à un actionnariat atomisé dans plusieurs sociétés publiques, le gouvernement continuait de détenir des participations de contrôle dans certaines grandes entreprises via le holding public d'investissement, Temasek

---

<sup>19</sup> Nous distinguons les entreprises liées au gouvernement des entreprises publiques. Les premières sont contrôlées directement ou indirectement par l'État (via une holding par exemple) alors que dans les deuxièmes, les actions sont directement détenues par l'État.

Holdings (voir annexe tableau 0.2.3). La relation entre entreprises est caractérisée par la coopération et l'action coordonnée sous la forme d'une joint-venture. C'est d'ailleurs ce qui explique qu'il y a peu d'OPA et qu'il y a généralement un accord entre le groupe acquérant et la société visée (OPA amical). La participation étrangère au capital était limitée dans certains secteurs (services financiers, services professionnels, médias et télécommunications) que l'État voulait continuer de détenir le monopole. Ainsi, une étude de la gouvernance d'entreprise à Singapour ne serait pas complète sans comprendre le rôle et la structure des entreprises liées au gouvernement.

En Chine, l'État reste propriétaire des entreprises clés même après la mise en œuvre des grandes réformes lancées à partir de 1979. Depuis l'ouverture en 1990 des deux bourses de Shanghai et Shenzhen, des centaines de sociétés contrôlées par l'État ont procédé à l'émission d'actions sur les bourses dans le cadre d'un programme de privatisation. Certaines des plus grandes entreprises ont également commencé à être cotées en lançant des actions H sur la bourse de Hong Kong en vue de trouver des financements autre que les banques surveillées voire contrôlées par l'État (encadré 2). Toutefois, les marchés d'actions chinois se heurte à divers obstacles, en particulier seule une minorité de leurs actions est effectivement négociable sur le marché (les actions A). Environ deux tiers du nombre total d'actions sont non-négociables, elles sont d'ailleurs détenues directement ou indirectement par l'État.

## Encadré 2

### Les catégories d'actions en Chine

Catégorie	Description
Actions A	Actions cotées en Chine, libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls ressortissants chinois.
Actions B	Actions cotées en Chine d'entreprises enregistrées en Chine, libellées en dollars des États-Unis et en dollars de Hong Kong. Elles sont réservées exclusivement aux investisseurs étrangers.
Actions de personnes morales	Environ un tiers des actions de toute entreprise cotée est transféré à des institutions nationales (sociétés par actions, sociétés financières non bancaires et entreprises d'État ayant au moins un actionnaire non étatique) et ne peut pas être

Actions d'État	négocié. Un autre tiers des actions est transféré à l'État (autorités centrales et locales ainsi qu'entreprises d'État entièrement détenues par l'État). Leur propriétaire effectif est le Conseil des affaires d'État. Les actions des personnes juridiques et les actions d'État ne sont pas négociables, mais peuvent faire l'objet de transferts sur autorisation de la CCRVM (la Commission chinoise de réglementation des valeurs mobilières). Outre les actions de personnes morales, cette pratique permet au gouvernement d'affirmer que l'émission d'actions ne se ramène pas à une opération de privatisation.
Actions H Red-chips	Actions d'entreprises enregistrées en Chine continentale et cotées à Hong Kong. Actions d'entreprises enregistrées et cotées à l'étranger (essentiellement à Hong Kong) ayant des intérêts substantiels en Chine continentale et étant contrôlées par des filiales ou par des ministères ou département du gouvernement chinois

Source : OCDE (2002)

Dans une moindre mesure, le contrôle étatique constituait également le mode de gouvernance d'entreprise dans le cas de la Malaisie. Le contrôle de la majorité des sociétés cotées en bourse était partagé entre quelques actionnaires majoritaires, souvent des familles mais la stratégie des firmes est impulsée plutôt par l'État. Le modèle malaisien associe un État puissant et des liens étroits entre milieux politiques et milieux d'affaires dirigeants

- Présence des grandes entreprises de type conglomérat : actionnariat minoritaire croisé

L'actionnariat est plus dispersé au Japon et en Corée (dans une moindre mesure) qu'aux autres pays asiatiques. Comme nous l'avons montré dans le chapitre 1, cette situation est largement liée aux réseaux de participation verticale et croisée des grands groupes d'entreprise. Dans l'ensemble des pays de la zone asiatique, les grands groupes constituaient des acteurs importants de la réussite économique. Dans le cas du Japon et de la Corée, toutefois, les liens d'actionnariat minoritaire croisé au sein de grandes entreprises sont fréquents et il est parfois difficile d'y identifier les actionnaires ultimes et le périmètre de contrôle des sociétés.

La majorité des entreprises japonaises appartiennent au *Keiretsu*. L'existence de liens « circulaires » entre les firmes d'un même groupe coordonnés par une banque principale démontre la présence de participations réciproques entre elles. En fait, la part moyenne de capital d'une société d'un *keiretsu* détenue par les autres membres du groupe s'étalait d'environ 30% dans les années 90 (*Tokyo Stock Exchange*). Ce système d'actionnariat n'est pas limité au capital des seules firmes membres de groupe mais les participations entre firmes associées à différents groupes et entre des partenaires sous-traitants sont également aussi fréquentes. Les caractéristiques d'une telle structure apparaissent à plusieurs niveaux : des nominations réciproques des membres dans les conseils d'administration ; l'engagement financier à long terme du capital ; des transactions intra-groupe ; une relation de long terme entre des groupes d'actionnaires ou partenaires industriels ; la protection des dirigeants de la pression des actionnaires extérieurs, etc.

En Corée, les familles fondatrices de *Chaebol* restent généralement très présentes dans l'actionnariat ainsi qu'aux postes de direction. Pourtant, la part du capital détenue par les actionnaires familiaux n'est pas élevée. Ils renforçaient donc leur contrôle à l'aide des prises de participation verticales et croisées entre les entreprises affiliées comme le *Keiretsu*. La loi sur le commerce équitable a interdit des participations croisées directes (entre les seuls entreprises A et B), mais elle n'a pas prohibé les investissements circulaires entre A, B et C (voir annexe figure 0.1.1). Les *Chaebols* coréens ont ainsi imaginé des schémas compliqués de participations croisées entre filiales. A titre d'exemple, les familles de Samsung possèdent 4% des actions totales de leurs filiales mais elles arrivent à contrôler 46% de leurs groupes (*Korea Listed Companies Association*). Selon *the Korean Faire Trade Commission* (1996), en moyenne 30 % des actions d'une filiale d'un *Chaebol* étaient possédés par d'autres sociétés du même *Chaebol* dans les années 90.

### **1.3. Le système financier dominé par les banques**

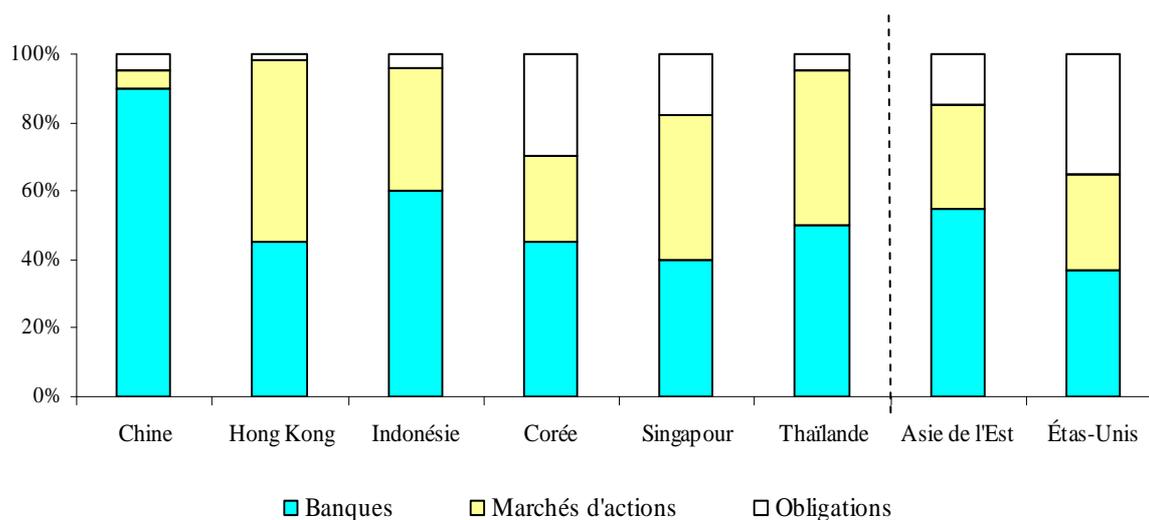
Dans la réflexion sur les modèles de système financier, deux modèles sont traditionnellement opposés : dans les systèmes fondés sur le marché, la finance de marché joue un rôle central pour coordonner l'activité économique alors que la banque est la source dominante dans les systèmes fondés sur les banques. Dans le premier, l'entreprise cherche plutôt une maximisation du profit à court terme tandis que les relations de long terme entre les

entreprises et les banques sont importantes dans le deuxième modèle. (Allen et Gale, 2000; Beck et Levine, 2001; Boot et Thakor, 1997).

Dans nombre de pays asiatiques, le système financier reposait essentiellement sur l'activité des banques (voir annexe graphique 0.2.2). La capitalisation boursière était assez faible en comparaison des pays anglo-saxons sauf Hong Kong et Singapour (voir annexe graphique 0.2.3). La participation étrangère aux marchés d'actions et d'obligations a été aussi limitée. Les marchés financiers étant peu développés, le financement des entreprises était fortement articulé sur le crédit bancaire. Par ailleurs, le système bancaire a souvent été dominé par l'État. En Corée, par exemple, pendant plus de 30 ans, le gouvernement a pu contrôler le financement des *Chaebols* par des banques nationalisées (ADB, 2000).

Dans la majorité des pays de la région, l'État a toujours imposé des priorités industrielles aux entreprises. Les banques mettaient fréquemment du capital à la disposition de secteurs et d'emprunteurs privilégiés et accordaient des emprunts pour financer des projets publics et privés à risque : l'emprunt reposait alors sur une logique relationnelle plutôt que sur une analyse des risques de crédit. L'État n'hésitant pas également à intervenir pour refinancer les banques en difficulté. En fait, l'État, les entreprises et les banques sont étroitement liés.

**Graphique 2.1 : Sources de financement des entreprises (1995)**



Source: *The World Bank* (1998b)

Bien que ce système ne soit pas sans présenter quelques faiblesses, il a abouti à une forte croissance économique durant les premières étapes du développement économique (The World Bank, 1993). Les banques répondaient à la forte demande de financement des entreprises suscitées par des taux de croissance élevés et le rythme soutenu d'investissements. Ainsi, la plupart des banques se sont concentrées principalement sur le domaine des prêts aux entreprises.

**Tableau 2.3 : Composition du crédit bancaire (en % du crédit domestique total)<sup>1</sup>**

	Prêts au Logement		Prêts à la Consommation		Prêts aux Entreprises	
	1999	2005	1999	2005	1999	2005
Indonésie	5	8	7	30	<b>34</b>	48
Corée	9	33	18	17	<b>69</b>	47
Malaisie	18	28	8	16	<b>64</b>	45
Thaïlande	7	12	3	7	<b>71</b>	62
Philippine <sup>2</sup>	...	2	...	...	<b>65</b>	49
Japon <sup>2</sup>	11	24,27	...	3	<b>77</b>	68
États-Unis <sup>2</sup>	3	7	...	19	<b>28</b>	21

Note: <sup>1</sup> en % du crédit domestique total des banques commerciales

<sup>2</sup> Pour les prêts au logement : statistiques de 2004

Pour les prêts aux entreprises : statistiques de 1995 et de 2007

Sources: Turner (2007), *Asian Development Bank* (2008a)

Pourtant, le rapport entre les banques et les entreprises varie d'un pays à un autre. Étant donné que le crédit des banques dans le financement des entreprises était essentiel, les autres institutions financières et les investisseurs attendaient de la banque qu'elle joue le rôle de l'agent de surveillance de l'entreprise. Mais de nombreuses entreprises ont été supervisées de façon inadéquate par les banques prêteuses, en particulier si les banques ont alloué des crédits aux firmes en fonction des priorités gouvernementales en bénéficiant de l'aide du gouvernement (Bouissou *et al.*, 2003). Alors que les banques à Hong Kong et à Singapore semblent fonctionner plutôt correctement dans le domaine de la gestion de risque, dans d'autres pays elles n'étaient pas incitées à surveiller avec rigueur l'entreprise. Au fur et à mesure du temps, confrontées à l'ouverture progressive des marchés financiers et à la restructuration des systèmes financiers depuis la crise asiatique, les banques commençaient à s'adapter à un nouvel environnement du marché.

## **2. Un aperçu des changements dans les réglementations de la gouvernance et les sphères financières**

Durant les années 1960-1990, les excellentes performances de l'Asie ont suscité beaucoup d'intérêt mais la crise de 1997 a bouleversé tout le paysage financier asiatique. Dès lors, les systèmes financiers et le mode de gouvernance dans l'ensemble des pays ont connu une profonde transformation, ce qui tend vers un affaiblissement des caractéristiques traditionnelles que nous avons vues dans la section précédente. Nous nous attacherons dans cette section à examiner ce processus. Il s'agira de montrer les réformes pour améliorer la gouvernance. Nous mettrons ensuite en évidence l'importance croissante des marchés boursiers sur ce territoire et le rôle des banques plus complexe qu'il ne l'était avant la crise.

### **2.1. L'affaiblissement du modèle et le début des réformes basées sur la logique anglo-saxonne**

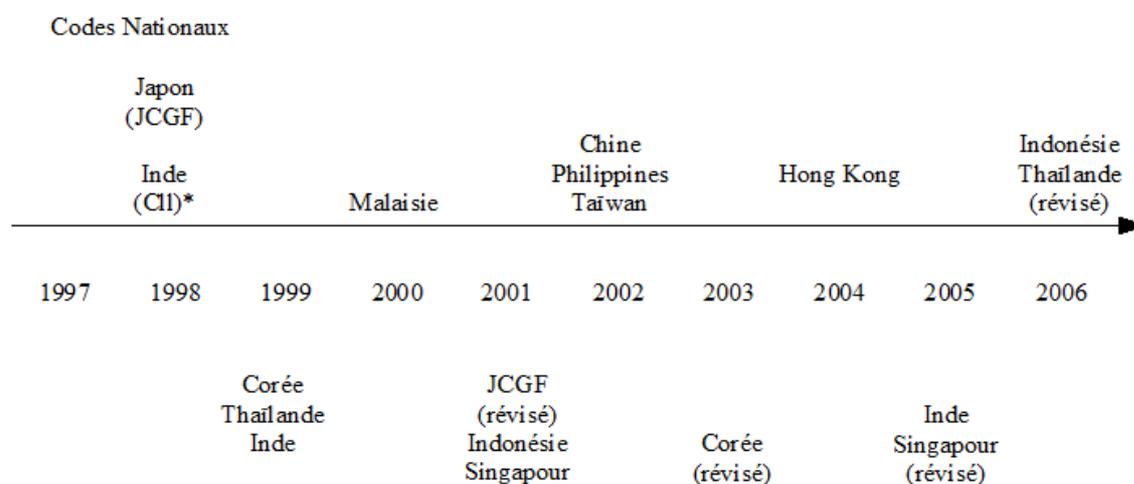
Une gouvernance d'entreprise déficiente est perçue comme l'une des faiblesses structurelles responsables du début de la crise financière asiatique de 1997 (The World Bank, 1998a; OCDE, 1999, 2003). Les politiques initiées après la crise ont donc privilégié la réforme de la gouvernance d'entreprise sous la pression d'une demande interne et internationale. Les profonds changements de la réglementation dans les pays asiatiques ont déjà fait l'objet d'études et d'analyses approfondies (ADB, 2000, 2001). Bien que les pays asiatiques n'aient pas une application uniforme de la loi et des principes de « bonne gouvernance », ils se sont lancés dans une politique volontariste sur les mêmes principes de base. Il s'agit notamment de :

- L'amélioration de la valeur des actionnaires est l'un des principaux objectifs des entreprises ainsi que la protection de leurs droits. Ceci est accepté même en Chine puisque c'est considéré comme une condition préalable fondamentale pour le développement des marchés de capitaux.
- L'attribution d'un rôle central aux administrateurs indépendants au sein de l'entreprise afin de porter un jugement objectif sur la stratégie des affaires de la société.

- Le renforcement des responsabilités essentielles du conseil d'administration : la nomination des administrateurs et des principaux dirigeants et la rémunération des administrateurs.
- L'importance de la diffusion de l'information des sociétés cotées, ce qui favorise une véritable transparence.
- L'encouragement de la participation des investisseurs institutionnels pour qu'ils surveillent les pratiques effectives de la société en matière de gouvernance d'entreprise.

En effet, certains de ces principes ont été intégrés dans les lois et règlements qui s'imposent aux entreprises et au commerce des valeurs mobilières, ou incorporés dans les règles de cotation sur le marché boursier. La plupart sont maintenant inclus dans les codes de bonne gouvernance (parfois contraignants) propres au pays au cours des dix dernières années (Figure 2.1).

**Figure 2.1: Le calendrier de mise en œuvre des codes de la gouvernance**



JCGF = Japan Corporate Governance Forum  
CII = Confederation of Indian Industries

Source : *Asian Corporate Governance Association* (2005)

Ces réformes, conjuguées à d'autres, conçues sur le modèle anglo-américain, semblent certainement contribuer à transformer la gouvernance d'entreprise dans les économies asiatiques. En fait, les familles propriétaires semblent réticentes à maintenir leurs propres

intérêts en présence de dirigeants externes et des risques accrus de poursuite par les actionnaires en cas de violation d'une obligation fiduciaire par la direction. Pourtant, des efforts supplémentaires visant à améliorer la transparence de la gestion en renforçant les standards de comptabilité et d'audit ainsi que les obligations de divulgation, garantiraient un environnement propice à une gouvernance d'entreprise renforcée. Un nombre important de pays ont introduit un large éventail de réformes en la matière. Ils ont refondu les procédures de banqueroute ainsi que la supervision financière et ont ouvert les marchés boursiers aux investisseurs étrangers, soumettant par la même occasion les entreprises à une discipline de marché plus contraignante. Mais ils ont surtout modifié de façon fondamentale les lois et les normes gouvernant le processus de décision collective au sein des entreprises dans le but de ramener ce processus vers la logique de maximisation de la valeur de l'entreprise. Selon l'OCDE (2003), *“Since the 1997 financial crisis, Asian regimes have made considerable progress in raising awareness of the value of good corporate governance. Over the past several years, most Asian jurisdictions have substantially revamped their laws, regulations and other formal corporate-governance norms. In many (surely most) cases, Asian rules now reflect the most developed thinking of established corporate-governance systems”* (p.5).

Parmi les pays asiatiques ayant fait le plus d'efforts pour réformer la gouvernance d'entreprise figurent la Malaisie, Singapour et la Corée (ADB, 2000, 2001). Le *National Economic Recovery Plan* en Malaisie privilégie l'amélioration de la transparence et de la réglementation et incite la Bourse de Kuala Lumpur et la Commission des Titres à faire respecter les réglementations avec vigueur et constance. En 1999, la Malaisie a renforcé les règles d'admission en exigeant des rapports financiers trimestriels et en évitant un nombre excessif d'administrateurs réciproques au conseil d'administration. Le gouvernement a également renforcé la réglementation sur les délits d'initiés et la bourse a commencé à contrôler strictement les transactions en cas de faillite. L'état actuel de la gouvernance d'entreprise en Malaisie est plutôt contrasté. Un rapport récent cite dix entreprises malaisiennes majeures disposant d'une gouvernance d'entreprise rénovée, avec notamment un traitement juste des actionnaires minoritaires. Cependant, des rapports d'audit de restructuration d'entreprise pointent aussi du doigt la pratique de délits d'initiés et autres manœuvres aux dépens des actionnaires minoritaires. A titre d'exemple, l'audit du 30 juin 1998 d'Arthur Andersen des comptes de la société malaisienne *Ekran* a mis en lumière d'importantes sommes versées à des parties proches d'un des directeurs sans l'accord de la Commission des Titres, vraisemblablement en violation des règlements de l'entreprise.

Avant la crise et notamment depuis la crise, Singapour a cherché à renforcer le système bancaire en améliorant la gouvernance au sein des banques. Depuis 1996, le pays a voulu développer et affiner les normes et les principes de la gouvernance d'entreprise pour les entreprises cotées en bourse.

La Corée a adopté une législation significative dans le but de renforcer les droits des actionnaires minoritaires, d'augmenter le nombre de membres indépendants sur les conseils d'administration et d'introduire des standards de comptabilité internationaux (voir annexe figure 0.2.1). Les réformes plus étendues en Corée s'expliquent par la forte séparation entre les droits de vote et les droits aux *cash-flows*, ainsi que le nombre très important de crédits improductifs cumulés dans le système bancaire. Le *Monopoly and Fair Trade Act* (MFTA, ou loi sur la réglementation des monopoles et le commerce loyal) a interdit les participations croisées directes entre deux filiales d'un même conglomérat appartenant aux trente plus importants, ainsi que les remboursements mutuels de dettes entre filiales *Chaebols*. Les conglomérats ont également été contraints de nommer trois "entreprises principales" et de vendre leurs entreprises non rentables ou de les fusionner. Le MFTA a aussi introduit un principe de responsabilité fiduciaire des dirigeants de sociétés, rendant de fait ces dirigeants (ainsi que les actionnaires majoritaires) responsables au même titre que des dirigeants ordinaires.

La Bourse de Thaïlande exige de tous les conseils d'administration des sociétés cotées l'établissement d'un audit indépendant. La banque centrale s'est vue reconnaître des pouvoirs encore plus importants lui permettant d'intervenir dans des affaires de mauvaise gestion et de fraude, alors que dans le même temps, des restrictions sur la participation étrangère ont été supprimées. La réforme de la réglementation dans la région asiatique a commencé à favoriser des pratiques de divulgation, de protection des droits des actionnaires et de création de procédures de contrôle interne.

## **2.2. L'accroissement du rôle des marchés boursiers**

Avant la crise, les marchés d'actions sont restés relativement peu sophistiqués et peu réglementés sauf à Hong Kong et à Singapour malgré la croissance économique rapide et des influx importants de capitaux de portefeuilles étrangers. En comparaison avec les économies industrialisées, les entreprises familiales cotées en bourse ont été plus répandues en Asie et pour maintenir le contrôle de l'actionnaire majoritaire, un nombre important d'entreprises ne

sont que partiellement cotées. A titre d'exemple, en juin 1997, plus de 90% des sociétés cotées à la bourse de Jakarta ont publiquement effectué une transaction portant sur moins de la moitié de leurs titres (Backman, 1999). De nombreuses sociétés cotées ont aussi des filiales non cotées : les actionnaires majoritaires peuvent transférer des profits vers ces filiales. Ces pratiques limitent les possibilités de divulgation et l'influence des actionnaires minoritaires, réduisent les liquidités et facilitent les manipulations des prix du marché (Claessens *et al.*, 2001; Siriopoulos et Asteriou, 2001).

D'ailleurs, les investisseurs institutionnels étaient bien moins importants sur les marchés d'actions en Asie qu'aux États-Unis, en Europe ou en Australie (ADB, 2008b; IMF, 2006a). Ceci est dû en partie à la faiblesse des droits reconnus aux actionnaires minoritaires de sociétés sous contrôle familial, augmentant ainsi les risques liés à l'actionnariat et réduisant son intérêt pour les investisseurs institutionnels. Cela s'explique aussi par le faible développement du marché des assurances vie et des fonds de pension. La prédominance à Singapour, en Malaisie et à Taïwan de fonds de pension détenus et gérés par le gouvernement limite la participation institutionnelle locale sur ces marchés d'actions. D'autres barrières plus formelles dissuadent les investisseurs institutionnels : par exemple, le gouvernement chinois n'autorise pas ces investisseurs à faire l'acquisition d'actions car il les considère comme trop risqués. Les réglementations indonésiennes favorisaient les petits investisseurs sur les marchés d'actions.

Entre juin et décembre 1997, toutes les bourses asiatiques, à l'exception de la Chine, ont vu leur capitalisation boursière se réduire de manière significative. De nombreux marchés ont connu un déclin plus important jusqu'en décembre 1997, date à laquelle ils ont connu un redressement marqué. Ce redressement s'explique par des niveaux élevés de liquidités au niveau national et le retour du capital étranger. En fait, avant la crise, les gouvernements ont manifesté une absence de volonté politique de faire appliquer les réglementations boursières par crainte que des règles strictes ne freinent la croissance du marché ou ne bouleversent les droits acquis. En 1997, la Bourse coréenne a sanctionné par exemple les entreprises ne produisant pas des comptes de résultat et autres informations sensibles aux prix en les suspendant de tout commerce d'actions pendant seulement un jour. De façon similaire, aux Philippines, le classement tardif des comptes de résultat se traduisait par une amende symbolique de 13 \$ par jour. Même si la Bourse de Jakarta exige que les informations lui

soient divulguées avant qu'elles ne soient révélées sur le marché, les réglementations n'étaient pas appliquées.

➤ **L'accélération des réformes et la dynamique des marchés boursiers**

Depuis la crise, les bourses de la région asiatique ont renforcé la réglementation en améliorant un certain nombre de facteurs : les procédures de divulgation d'information, les normes de compatibilité, la libéralisation de la participation étrangère, les procédures de réglementation, la surveillance du marché et l'application des règles en vigueur. La plupart des marchés d'actions asiatiques, y compris la Thaïlande, la Chine, l'Indonésie et Taiwan, exigent, par exemple, des entreprises cotées en bourse qu'elles adoptent les normes comptables internationales ; le niveau de conformité en la matière est toutefois variable. Les marchés d'actions de Hong Kong, de Singapour et de Malaisie exigeaient le respect des normes comptables internationales avant la crise et les faisaient généralement respecter. Alors que les autorités chinoises exigent que les entreprises locales émettant des actions à destination d'investisseurs étrangers observent les normes comptables internationales, ces normes ne sont pas appliquées une fois que l'entreprise est cotée en bourse.

La réforme réglementaire est un processus long et difficile. La nouvelle réglementation des titres doit être compatible avec le cadre juridique général et sa mise en œuvre requiert des moyens institutionnels et humains plus importants. A présent, de nombreuses bourses améliorent les mécanismes de divulgation, souvent avec l'aide d'internet. Par exemple :

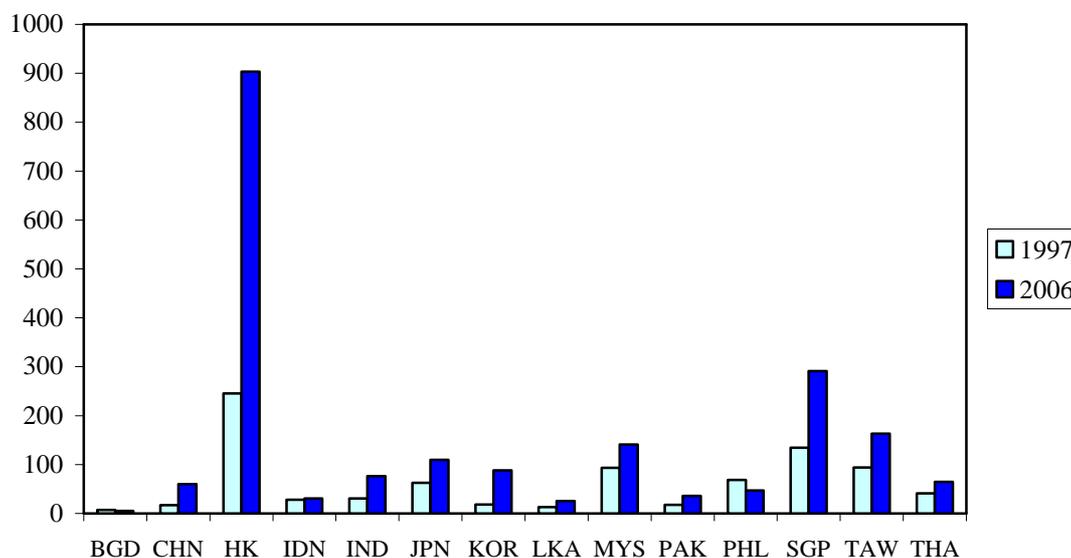
- en août 1997, la Bourse coréenne introduit un nouveau système de divulgation et renforce les sanctions en cas de non-divulgation : toutes les entreprises cotées en bourse soumettent par voie électronique des documents de divulgation pour être diffusés sur internet.
- mi-1999, la Bourse de Kuala Lumpur introduit un système de divulgation électronique : les entreprises font parvenir par voie électronique des informations à la bourse, que cette dernière publie sur son site internet. La bourse renforce aussi les obligations de divulgation pesant sur les traders.
- la Bourse de Taïwan introduit un système d'information électronique à destination des investisseurs, qui diffuse des renseignements sensibles liés au marché ; les sociétés

cotées en bourse fournissent des informations au système que les investisseurs peuvent consulter en temps réel.

Depuis la réforme des bourses, même si l'Asie recouvre des marchés boursiers de nature et de maturités très différentes, quasiment toutes ces places boursières ont enregistré des progressions remarquables avec des hausses importantes des capitalisations (Graphique 2.2). Bien que le système bancaire occupe une place significative dans l'économie asiatique, les marchés boursiers sont devenus une source importante de financement des entreprises. Depuis 1997, la liquidité de marché a plus que doublé par rapport au PIB, tandis que la vitesse de turnover s'est multipliée de presque quatre fois (The World Bank, 2008a). Par ailleurs, le nombre de sociétés cotées ne cesse de continuer de progresser sur les marchés d'actions. À titre d'exemple, il y a 2 416 sociétés cotées sur la bourse de Tokyo en 2006, contre 1 865 en 1997, 1 689 sociétés cotées sur la bourse de *Korea Exchange* en 2006, contre 776 en 1997.

Le Japon possède la capitalisation de marché la plus importante au sein de l'Asie. Les autres marchés boursiers asiatiques sont relativement modérés en comparaison avec les principaux marchés d'actions internationaux. La taille réduite des bourses asiatiques et la tendance mondiale à consolider et à développer les transactions des actions au-delà des frontières constituent un défi de poids pour ces bourses. Au regard de la capitalisation boursière, exprimée en pourcentage du PIB, les marchés d'actions de Hong-Kong, de Singapour et de Taiwan sont les plus importants en fin 2006 alors que la capitalisation boursière est encore relativement modérée dans certains pays tels que l'Indonésie, le Sri Lanka ou le Pakistan.

La Chine connaît une augmentation significative des fonds levés. Pourtant, l'état naissant du marché des actions chinois reflète la domination des faibles performances des entreprises publiques, qui représentent environ la moitié de la capitalisation boursière totale. La majorité des entreprises prospères de la Chine choisissent de s'inscrire en outre-mer, principalement à Hong-Kong. L'émission des actions est fortement concentrée dans la région: Hong Kong représentent près de la moitié du total des actions émises. En général, les actions représentent environ 10% du financement des entreprises dans les pays émergents d'Asie, mais cela est comparable favorablement aux marchés émergents en dehors de l'Asie qui représente 3,7% (IMF, 2006a).

**Graphique 2.2: Capitalisation boursière/PIB, en pourcentage (1997 et 2006)**

Sources: *The World Bank (Financial Structure Dataset, 2008a)*

### ➤ L'augmentation des investissements de portefeuille

La croissance des marchés d'action s'accompagne de l'augmentation des flux de capitaux avec notamment une préférence marquée pour la Chine. Il faut néanmoins souligner que les entrées de capitaux en Asie reviennent à leurs niveaux historiques, mais en termes nets, elles sont autour de la moyenne à long terme en raison de l'augmentation des sorties des capitaux<sup>20</sup> (IMF, 2007a). Depuis 2003, environ 60 % des entrées de capitaux privés vers les pays asiatiques ont été des investissements de portefeuille, à titre de comparaison, ils représentent moins de 40% dans d'autres marchés émergents. Les flux nets d'investissements de portefeuille ont beaucoup augmenté en Chine et plus récemment, en Inde. Dans le cas de la Malaisie, les investissements de portefeuille entre 2002-2007 étaient neuf fois plus importants que les flux d'IDE (Khor, 2008).

<sup>20</sup> Les investisseurs institutionnels locaux ont commencé à augmenter leurs investissements à l'étranger et à diversifier leurs portefeuilles dans des produits plus risqués et plus sophistiqués et des produits dérivés.

**Tableau 2.4 : Flux de capitaux privés dans les pays émergents (milliard de dollars)<sup>21</sup>**

	Flux de capitaux privés			
	2004	2005	2006	2007
<b>Marchés émergents</b>	348,8	519,6	572,8	620,3
Asie	165,6	220,5	260,5	208,3
Amérique latine	41,8	70,0	52,6	106,0
Europe	131,1	204,1	234,0	276,1
Afrique/ Moyen-Orient	10,4	25,0	25,8	29,8

Sources: IMF (2007a et 2007c), IIF (2008)

L'évolution des flux des capitaux vers les pays asiatiques durant la dernière décennie peut être expliquée en grande partie par la dérégulation et la libéralisation des mouvements internationaux de capitaux. Les contrôles sur la participation des investisseurs étrangers dans les marchés d'actions ont été assouplis au fil du temps (voir annexe tableau 0.2.4). Depuis le début des années 1990, des économies comme Taiwan et la Corée ont progressivement élevé les plafonds sur les investissements des portefeuilles des non-résidents, Taiwan éliminant même complètement ces plafonds en 2003. Le Japon et Singapour sont relativement ouverts aux flux d'investissements transfrontaliers de la part des non-résidents. En revanche, l'accès est encore limité à des investisseurs institutionnels ou à des investisseurs étrangers en Chine et en Inde et l'étendue de la participation est limitée par des plafonds quantitatifs.

Les investisseurs internationaux jouent désormais un rôle important dans cette région. Ils sont concentrés sur les marchés comme la Corée, Hong Kong et les Philippines, avec un faible investissement de portefeuille aux pays de l'ASEAN<sup>22</sup>. Selon les travaux de McCauley (2008), les investisseurs étrangers disposent de près de la moitié de la capitalisation boursière en Corée. En particulier, les pays d'Asie ont été la destination privilégiée des actionnaires américains dans le cadre de législations plus favorables qui ont fait baisser les biais pays dans tous les pays d'Asie (Dupuy et Lavigne, 2009). La capitalisation des groupes américains a augmenté en valeur de 363% et en nombre de 164% entre 2000 et 2006 (Lee, 2009). En 2006,

<sup>21</sup> Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée et Thaïlande.

<sup>22</sup> L'Association des nations de l'Asie du sud-est : Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Thaïlande, Brunei, Viêtnam, Laos, Myanmar, Cambodge.

dans certains pays comme la Corée, l'Inde, les Philippines et Singapour, ils détiennent plus de la moitié des parts des investisseurs étrangers.

Par ailleurs, les flux de portefeuilles devenaient de plus en plus intensifs entre les pays asiatiques. Les flux d'investissements de portefeuille intra-régional a presque triplé entre 2001 et 2004 en atteignant 113,6 milliards de dollars (IMF, 2006a). Toutefois, les flux intra-régionaux découlent des pays relativement peu nombreux (principalement les centres financiers de Hong-Kong, Singapour, Japon et Chine). En outre, ces flux restent faibles par rapport aux flux de l'Asie vers le reste du monde. Par exemple au Japon, qui est à l'origine d'une des plus importantes sources de flux de portefeuille dans la région, environ 7 % de ses investissements de portefeuille vont vers ses voisins asiatiques.

Selon notre analyse, la Chine et Hong Kong sont les principaux destinataires de flux d'investissement de portefeuille (voir annexe figure 0.2.2). Singapour reste une destination importante des flux des capitaux avec le Japon et la Corée. Il est intéressant de noter que la Chine est désormais devenue une destination plus attirante que Singapour qui était la deuxième destination derrière Hong Kong en 2000. La relation d'inter-influence entre la Chine et Hong Kong pourrait être renforcée car la Chine continue de recevoir une bonne partie des capitaux en profitant des services financiers de Hong Kong et qui bénéficie à son tour du fort potentiel économique de la Chine. D'ailleurs, nous trouvons une tendance des investisseurs asiatiques à détenir des titres des pays proches géographiquement et culturellement. À titre d'exemple, 80 à 90% des fonds dans la capitalisation totale des investisseurs asiatiques étrangers proviennent de l'Asie du sud-est dans le cas de la Malaisie, de l'Indonésie et de la Thaïlande. Ce phénomène est également marqué entre les pays sinophones : il s'agit de la Chine, de Hong-Kong, de Singapour et de Taiwan.

### **2.3. Le nouveau rôle des banques**

Au cours de la décennie qui a suivi la crise, les systèmes bancaires en Asie ont procédé à des restructurations profondes. Des sources étrangères et locales ont injecté du capital et les banques se sont lancées dans de nouvelles activités telles que la gestion de portefeuille, les prêts aux particuliers et immobiliers qui peuvent se traduire par un développement considérable de leurs opérations hors-bilan. Les autorités ont renforcé les

régimes de supervision et de réglementation sous lesquels opèrent les banques et les ont aidées pour s'adapter de façon flexible au nouveau contexte financier et à la mondialisation financière. La restructuration des systèmes bancaires dans la région asiatique, entreprise au cours de ces dix dernières années, s'articule autour de quatre objectifs principaux :

- Fermetures des petites banques ainsi que fusions et acquisitions.
- Revalorisation d'actifs dépréciés.
- Nouvelles injections de capital public et privé, y compris des nationalisations temporaires.
- Plans d'Action pour l'avenir dans le secteur financier.

L'importance respective de ces quatre objectifs varie selon les économies et au fil du temps. Dans le cas des pays qui étaient au centre de la crise, les trois premiers objectifs se sont révélés cruciaux dans la période suivant la crise. En Indonésie, en Malaisie et en Thaïlande, une restructuration substantielle a été initiée immédiatement après la crise, un certain nombre d'institutions financières en difficulté (des banques et des établissements non bancaires) ayant été fermées ou ayant fusionné avec des institutions en meilleure santé. Des entreprises publiques et privées de gestion d'actifs ont été créées ou renforcées dans le but de régler la question des actifs dépréciés. Des capitaux étatiques et privés ont également été injectés dans le secteur bancaire.

En Corée, un certain nombre de banques commerciales ont également été fermées pendant la crise. Même si elle n'a pas connu une crise bancaire, la Chine a également entrepris des restructurations profondes au cours des dix dernières années, reflétant pour l'essentiel, les deuxièmes et troisièmes objectifs, tout comme les Philippines. Des pays tels que Hong-Kong, les Philippines et Singapour, ont adopté des *Master Action Plans* (MPAs) visant à renforcer et à réformer le secteur bancaire. Suite à la crise financière, un certain nombre d'enseignements ont été tirés quant à la gestion des crises du système bancaire et la réduction des risques de récurrence. Ces enseignements ont influencé de façon déterminante les programmes de réformes financières à travers la région, surtout dans les économies frappées par la crise.

➤ **Un brouillage des frontières dans le secteur financier**

Les banques asiatiques ont traditionnellement privilégié l'offre de prêts non-liquides aux entreprises et aux ménages, financés par des dépôts liquides. Bien que ce rôle demeure prédominant dans les systèmes bancaires de la région, les dix années suivant la crise ont vu un nombre croissant de banques s'orienter vers les marchés de titres et autres activités similaires, notamment au Japon, à Hong-Kong, en Corée et à Singapour. Parmi les nouvelles activités bancaires, on citera les activités de gestion pour compte de tiers, le montage d'émission, la tenue de marché et dans certains cas l'assurance. Ces changements ont eu pour effet un brouillage des frontières entre les différentes institutions financières. Ils ont été facilités par un environnement légal assez libéral dans les domaines du commerce bancaire et du commerce de titres, ou par des réformes dans le domaine de la réglementation. Les activités de type gestionnaires de portefeuille jouent par ailleurs un rôle de plus en plus important dans bon nombre de systèmes bancaires. L'implication des banques dans les activités de gestion d'actifs et d'assurance impliquent également un degré de risque plus élevé sur le marché. Les banques dans cette zone participent activement au commerce de titres, aux transactions de devises étrangères, au crédit-bail et aux activités relatives au domaine des assurances (voir annexe tableau 0.2.5).

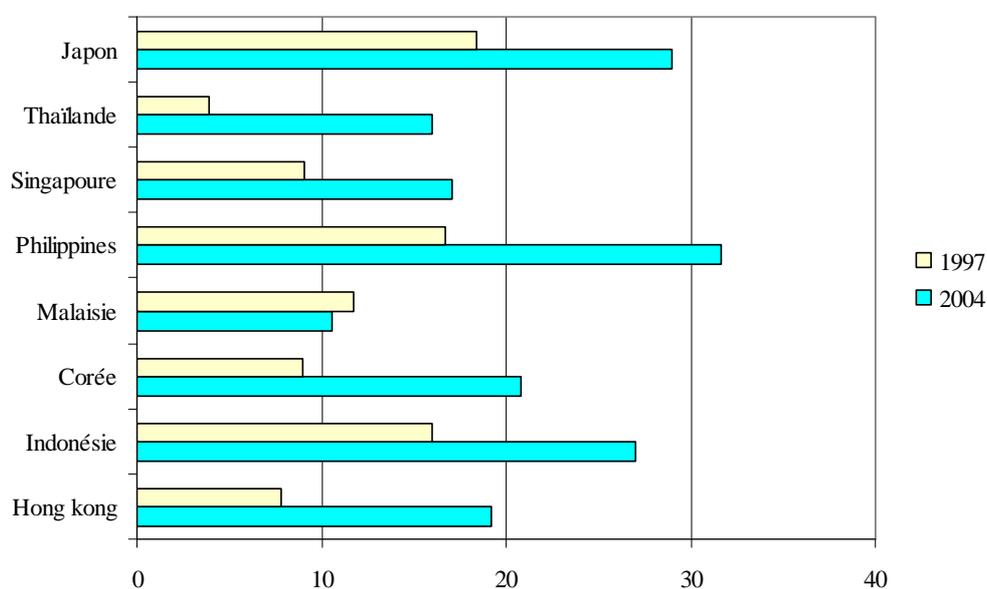
C'est au Japon que ce processus est le plus avancé. Des réformes semblables sont toutefois en cours en Corée où les quatre banques les plus puissantes du pays sont vraisemblablement sur le point de devenir des banques universelles. La première fusion entre une banque et une compagnie d'assurance dans l'Asie du Sud-est a été réalisée par *Bank of the Philippine Islands* et *Ayala Insurance*. Suite à des mesures gouvernementales visant à développer les marchés de titres, les banques sont incitées à participer au développement du marché local de titres en tant qu'émetteurs, assureurs, investisseurs, et garants au vu de leur rôle dominant sur les marchés financiers domestiques.

Le graphique 2.3 illustre l'accroissement de la valeur des titres détenus par les banques. La titrisation s'avère être particulièrement intéressante pour que les banques puissent maintenir leur rentabilité. A l'image des États-Unis, la titrisation permet aux banques d'opérer comme des sources de prêts, en particulier dans le domaine des prêts aux particuliers et du financement de crédit. L'insistance post-crise sur le ratio d'adéquation des fonds

propres<sup>23</sup> rendra l'offre de prêts de plus en plus intéressante dans la mesure où les banques prêteuses ne sont pas obligées de conserver des prêts sur leurs comptes.

Le développement de la titrisation peut avoir pour effet un accroissement des possibilités de partenariats entre les grandes institutions financières étrangères et les banques locales qui disposeraient de branches locales permettant d'offrir des prêts mais ne disposant pas de bilans suffisamment solides pour les garantir. Cela permet aussi aux banques locales de retenir des clients en leur permettant d'offrir des nouveaux produits plus rapidement. Pour certaines institutions financières étrangères, ces partenariats peuvent offrir des ouvertures commerciales attrayantes, leur permettant de faire usage de leurs compétences dans le domaine de la gestion de risque et l'offre de prêts. En fait, depuis le début de la crise, un nombre important d'institutions financières étrangères ont pris une participation majoritaire ou partielle en capital dans des banques asiatiques. *Standard Chartered*, *ABN Amro* et le *Development Bank of Singapour* figurent parmi les banques étrangères les plus dynamiques dans ce domaine. La Thaïlande constitue le marché d'acquisition le plus actif, suivi de la Corée, des Philippines et de Hong Kong.

**Graphique 2.3 : Les titres de placement au total des actifs de banques commerciales (%)**

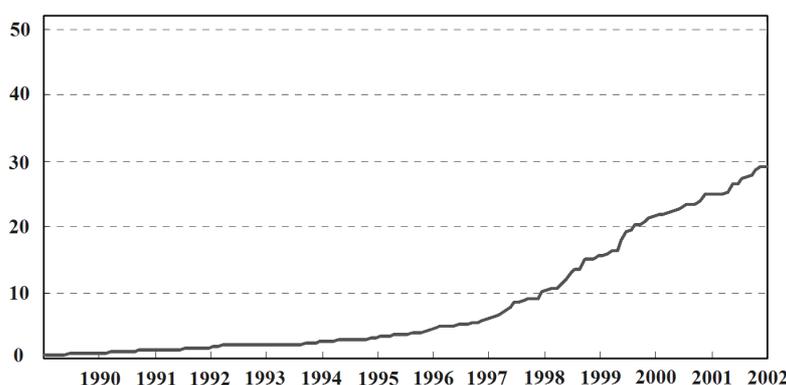


Source: *Asian Development Bank* (2008a)

<sup>23</sup> L'objectif fondamental du ratio d'adéquation des fonds propres est de garantir une solvabilité minimale de la banque.

La consolidation du secteur financier dirigé par le gouvernement a également eu pour conséquence un brouillage des frontières dans ce secteur. Le gouvernement thaïlandais offre par exemple des licences bancaires dans le but d'encourager la fusion entre les services financiers bancaires et non-bancaires. Les fusions les plus importantes en Malaisie en 2000 ont concerné des institutions financières bancaires et non-bancaires, à l'exception des compagnies d'assurance, alors qu'un certain nombre de banques de dépôts coréennes ont fusionné avec des banques commerciales. Cette érosion des frontières entre les différents marchés financiers favorise l'émergence de grandes institutions fortement capitalisées (y compris des institutions financières étrangères) disposant des ressources nécessaires pour investir dans de nouvelles activités rentables.

**Graphique 2.4 : M&A dans le secteur financier** (en milliards de dollars)



Source: Hirano (2003)

Une autre évolution marquante de ces dernières années concerne l'expansion significative d'un nombre important de banques asiatiques dans le domaine des prêts aux particuliers et des prêts fonciers. Dans plusieurs pays, les institutions financières non-bancaires étaient, à l'origine, les acteurs principaux sur le marché des particuliers (en particulier dans le domaine des cartes de crédit). Si les systèmes bancaires matures à Singapour et à Hong Kong étaient déjà engagés sur le marché des prêts aux particuliers avant la crise, la dernière décennie a vu leurs développements significatifs dans d'autres économies, en particulier en Corée, en Malaisie, et en Thaïlande et, dans une moindre mesure, en Chine. Pour la plupart, l'essentiel des prêts aux particuliers concerne les emprunts de logements, même si le crédit non-garanti (y compris le financement de carte de crédit) a repris dans

plusieurs pays de la région. Les prêts aux particuliers sont particulièrement importants en Malaisie et en Corée, où ils sont désormais en phase avec ceux à plus long terme à Singapour et à Hong-Kong.

➤ **Le renforcement des régimes de supervision**

Les autorités nationales dans tous les pays ont pris des mesures significatives visant à moderniser et à améliorer les régimes de supervision et de réglementation et à les adapter au développement d'activités relevant de domaines nouveaux, tels que les prêts aux particuliers. Etant donné que l'incapacité des régimes de supervision et de réglementation à remédier rapidement aux faiblesses du secteur financier a été un facteur déterminant de la sévérité de la crise, les efforts entrepris sont une composante essentielle du nouveau cadre financier de la région. Nous pouvons noter des évolutions dans trois domaines clés.

- En premier lieu, à travers l'Asie, les organismes de supervision et de régulation ont pris des mesures à des degrés variés visant à adopter les principes fondamentaux des accords de Bâle pour la supervision bancaire et à mettre en vigueur les fonds propres réglementaires de l'Accord de Bâle I. Les régimes de supervision et de réglementation ont été de ce fait renforcés. De manière générale, ces réformes ont eu pour but un abandon des méthodes obsolètes de supervision bancaire employées dans un nombre significatif de pays asiatiques en faveur d'une approche fondée sur le risque vu de façon prospective. A titre d'exemple, selon cette approche, la qualité des actifs est évaluée non seulement sur la base de l'historique des remboursements, mais aussi sur la base de facteurs dont on prévoit qu'ils détermineront les remboursements futurs. Ces réformes n'ont pas uniquement pour objectif d'aligner l'évaluation de la qualité des actifs et les situations réelles et prospectives, puisque dans certaines économies elles font partie intégrante des efforts visant à adopter rapidement des approches correctives dans l'éventualité où les banques rencontrent des difficultés. Bien que le respect des éléments clés des principes fondamentaux des Accords de Bâle réglementant la supervision bancaire n'ait pas atteint le degré de conformité observé dans des économies avancées, les progrès sont évidents (Ghosh, 2006). Des variations importantes dans l'application des principes clés persistent toutefois dans la région. On observe ainsi un niveau élevé de conformité dans les économies matures que sont Singapour et Hong Kong et une conformité moins marquée dans un certain nombre d'autres pays.

- En second lieu, en réponse au brouillage récent des frontières entre différentes institutions financières, la Corée et Singapour ont été amenés à adopter un nouveau modèle intégré de supervision et de réglementation du secteur financier dans lequel toutes (ou presque toutes) la supervision et la réglementation de ce secteur demeurent l'entière responsabilité d'un seul organisme et non de plusieurs. De plus, l'Indonésie et la Thaïlande seraient enclin à adopter ce même modèle qui a pour but d'aider les responsables de la réglementation financière à évaluer le profil général de risque des institutions engagées dans des activités bancaires commerciales et d'investissement. Des problèmes de coordination qui peuvent apparaître du fait de l'existence de différents superviseurs pour diverses institutions financières ou activités, peuvent aussi être réduits.

- Enfin, avec le nombre croissant des prêts aux particuliers et aux difficultés qu'a connu la Corée en termes de prêts excessifs de carte de crédit au début du siècle, un certain nombre d'économies, y compris la Corée, la Malaisie, et la Thaïlande, ont commencé à mettre en vigueur les nouveaux systèmes visant à surveiller l'endettement des particuliers, dont divers formes de « *credit registry* »<sup>24</sup>. L'ouverture des systèmes bancaires au marché de l'immobilier a aussi été soumise à une surveillance minutieuse dans un certain nombre de pays, tels que Hong Kong et la Corée, qui ont récemment exprimé des inquiétudes concernant les prix de l'immobilier. Cela implique, entre autres, la mise en vigueur de ratios prêts/valeur prudents visant à protéger les banques face au déclin des prix de l'immobilier et l'évaluation de la capacité des systèmes bancaires à gérer des déclinés marqués des prix de l'immobilier.

### 3. Des structures d'actionariat en voie de mutation

Après avoir mis en avant les réformes d'un cadre réglementaire de la gouvernance et les transformations au sein des systèmes financier, cette section se focalisera sur l'évolution des configurations actionnariales. Nous nous attacherons tout d'abord à évaluer le poids des actionnaires institutionnels depuis la dernière décennie. C'est en effet à cette période que les actionnaires de contrôle des entreprises cotées ont décidé d'ouvrir le capital à ces nouveaux

---

<sup>24</sup> C'est un système qui contient des informations sur la crédibilité des clients pour les banques ou les établissements de crédit. Les informations recueillies par le *credit registry* constitue l'historique de prêt de chaque emprunteur, le prêteur peut donc l'utiliser pour évaluer la crédibilité de l'emprunteur.

actionnaires. Nous étudierons dans un second temps l'état de développement des trois principaux investisseurs institutionnels qui ont accru leur part dans la capitalisation totale des pays étudiés : les fonds de pension, les compagnies d'assurance et les fonds mutuels. Enfin, nous mettrons en évidence la diversité actionnariale asiatique même si la croissance des investisseurs institutionnels semble être une caractéristique de l'évolution vers le modèle d'actionnariat dispersé. Pour cela, nous nous proposons d'analyser le type et l'origine des investisseurs présents dans le capital des entreprises cotées, ce qui permettra d'évaluer les principales caractéristiques des détentions asiatiques et de vérifier les divers modèles de gouvernance.

### **3.1. Les investisseurs institutionnels, nouveau sujet en Asie**

Dans cette sous-section, nous détaillerons la composition de l'échantillon et montrerons que les structures de l'actionnariat ont connu de profonds bouleversements : la montée en puissance des actionnaires institutionnels.

#### **➤ Composition de l'échantillon**

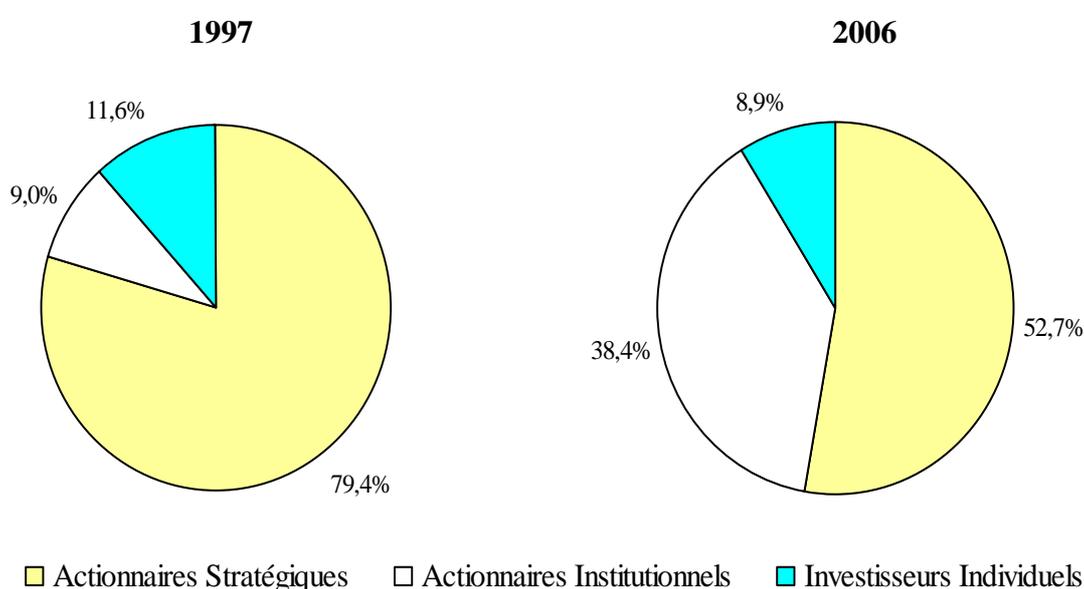
Pour effectuer notre analyse, nous avons fait appel à la base de données de *Thomson Reuters* avec un échantillon composé de 14 pays d'Asie : le Bangladesh, la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Taiwan, la Thaïlande, Singapour et le Sri Lanka. Nous avons choisi d'analyser les détenteurs d'actions les plus importants de chaque pays. Pour cela nous avons retenu les acteurs dont la détention dans chaque pays est supérieure à 5 millions de dollars. Nous avons travaillé sur un échantillon de 11 147 investisseurs gérant 2 257 283 milliards de dollars en 2006.

#### **➤ Le poids croissant des investisseurs institutionnels**

Notre première analyse porte sur la répartition par type d'actionnaires qui permet de connaître le poids respectif des investisseurs stratégiques (*blockholders*) et des investisseurs

institutionnels<sup>25</sup>. Cette observation fait apparaître que les acteurs stratégiques détiennent 53% alors que les institutionnels possèdent 38% en valeur de la capitalisation boursière asiatique<sup>26</sup>. L'une des évolutions centrales de la structure de l'actionnariat de la dernière décennie est sans doute la concentration croissante de la détention d'actifs financiers dans les mains des investisseurs institutionnels (Figure 2.2). Ces données nous obligent à considérer la période post-crise financière comme le moment où la structuration de l'actionnariat des entreprises est profondément modifiée. Les actionnaires institutionnels détiennent désormais plus de 40% de la capitalisation dans dix pays<sup>27</sup>.

**Figure 2.2 : Poids des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels en Asie**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Il existe plusieurs raisons pouvant expliquer la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans cette zone. Selon Boubel et Pansard (2004), l'essor de ces acteurs découle du contexte économique et démographique ainsi que des réformes juridiques. De nombreux pays dans le monde ont d'ores et déjà établi plusieurs mesures à long-terme pour faire face au

<sup>25</sup> Les investisseurs stratégiques (ou *blokholders*) représentent les actionnaires plaçant leur argent dans le but de détenir des parts stratégiques dans le capital des firmes et non pour gérer des actifs pour des tiers. Il s'agit des sociétés industrielles, des banques, des compagnies d'assurance ainsi que les participations des États.

Les investisseurs institutionnels regroupent les fonds souverains, les fonds spéculatifs, les fonds mutuels, les banques, les compagnies d'assurance, les fonds de pension, le capital-risque, les fonds de placement des grandes universités américaines et les fondations.

<sup>26</sup> 9% de la valeur des actions est détenue par les investisseurs individuels.

<sup>27</sup> Sauf Taiwan, Indonésie, Chine, Hong-Kong.

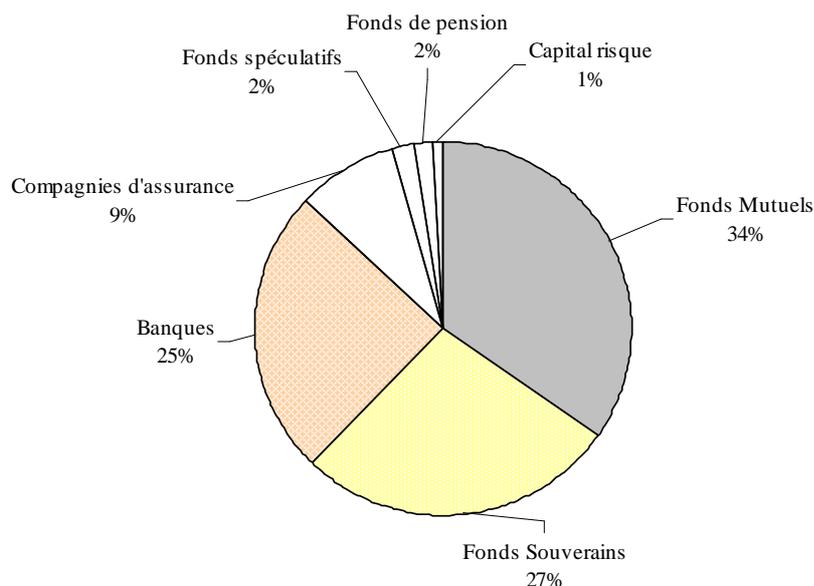
vieillesse de la population. L'Asie ne fait pas exception à ce phénomène. Le vieillissement accéléré des populations et la croissance des revenus de la classe moyenne ont certainement contribué aux réformes juridiques et par conséquent favorisé le développement des investisseurs institutionnels. Dans la plupart des pays, le problème est exacerbé par la baisse des taux de natalité. Une chute de la population est prévue au Japon et en Corée entre 2005 et 2015. Dans le cas de la Chine, la baisse du taux de natalité est surtout liée à l'imposition d'une politique intitulée « *one child* », tandis que dans d'autres pays, elle résulte de l'augmentation de la richesse et de l'urbanisation. En raison de la diminution des cotisations des travailleurs en activité et un creusement de la dette publique, les retraites par répartition (*pay-as-you-go*) ne seraient plus le système de retraite privilégié face au défi du vieillissement. Il est évident que les déséquilibres démographiques dans la région asiatique stimulent les autorités publiques à réformer les systèmes de retraite et à libéraliser le marché, ce qui a entraîné le développement des investisseurs institutionnels. Les individus songent à accumuler un patrimoine pour financer leur retraite et la richesse de la classe moyenne s'accumule. La question clé pour l'industrie de gestion des fonds est de savoir comment consacrer une part croissante de cette accumulation patrimoniale à leurs produits qui permettrait aux individus de diversifier de manière satisfaisante leur patrimoine financier au lieu de le laisser dormir sur des comptes bancaires ou investir individuellement sur les marchés.

D'un autre côté, une autre explication mérite d'être relevée. La dilution des actionnaires de contrôle lors des fortes progressions boursières que l'Asie a connues depuis la crise de 1997 peut être l'une des raisons de la place croissante des investisseurs institutionnels. Aujourd'hui, la distension des participations croisées réduit le bloc de contrôle qui est confronté à une opposition croissante, principalement de la part des actionnaires extérieurs revendiquant plus manifestement leurs droits. Par exemple, le volume des participations croisées a été réduit de 14 % à 9 % au Japon entre 1997 et 2006 (Nitta, 2008). Alors qu'en même temps les non-résidents ont recommencé à investir dans les actions asiatiques tout en continuant à renforcer leurs positions.

Parmi les investisseurs institutionnels, les principaux investisseurs sont deux fonds souverains (encadré 3) en valeur (*SAFE Investment Company* et *Temasek Holding*). 27% des actifs sont détenus par ces fonds derrière les fonds mutuels (34%) dans la capitalisation totale des investisseurs institutionnels (Figure 2.3). Hong-Kong, Singapour et la Malaisie sont les

pays qui se distinguent par un poids important de ces investisseurs (entre 12% et 36% de la valeur). Les montants gérés des actifs par les fonds souverains sur les marchés d'actions en Asie ne cessent de progresser : de 10 974 à 83 488 millions de dollars entre 1997 et 2006 (+ 660 %).

**Figure 2.3 : Détention selon le type d'investisseurs institutionnels en Asie (2006)**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

La montée en force des fonds souverains dans cette région est due à l'accumulation sans précédent de réserves de devises étrangères dans la période post-crise (voir annexe graphique 0.2.4). Autrement dit, contrairement aux fonds souverains des pays du Golfe qui bénéficient de la hausse du prix des matières premières, les fonds souverains asiatiques s'alimentent de l'accumulation des réserves de change et des excédents commerciaux. Les pays asiatiques ont cherché à protéger leurs économies contre des pénuries soudaines de liquidité internationale en accumulant des quantités importantes de réserves en réponse à la destruction économique et sociale causée par la crise financière en 1997. Les réserves croissantes en Asie constituent également la preuve définitive d'une dépendance excessive sur les exportations comme moteur de croissance. Dans certains pays, notamment la Chine ou la Corée, des quantités importantes de flux de capitaux nets ont également contribué à l'accumulation de réserves.

Singapour est considéré comme jouant un rôle modèle à la vue du succès extraordinaire de ses deux fonds souverains (*Temasek Holdings* et *Government Investment Corporation*). La création des deux premiers fonds singapouriens remonte aux années 70 et 80 pour rééquilibrer l'épargne (du niveau élevé de l'épargne interne) et l'investissement (d'un taux d'investissement relativement faible). De nouveaux fonds sont déjà en train d'émerger en Asie et de nombreux autres sont encore au niveau de la planification (les principaux fonds asiatiques sont présentés en annexe tableau 0.2.6). Parmi eux, les fonds chinois retiennent actuellement l'attention (*SAFE Investment Company* et *China Investment Corporation*). Ils ont privilégié le placement sur les marchés de Hong Kong mais ces fonds se sont récemment réorientés vers leurs marchés occidentaux. Notre observation fait apparaître que les fonds souverains asiatiques montrent une tendance à privilégier l'investissement local ou les pays proches tandis que les fonds souverains du Moyen-Orient sont orientés vers les marchés américains et britanniques.

---

### Encadré 3

#### Fonds Souverains

Les fonds souverains (SWF : *sovereign wealth funds*), qui sont définis globalement comme un fonds de placements financiers (actions, obligations, etc.) détenu par un État, ont récemment fait l'objet d'une attention publique considérable. Alors que des moteurs d'investissement national de ce genre sont employés dans de nombreux pays depuis plusieurs décennies, ce n'est que très récemment que les SWF ont commencé à jouer un rôle important sur les marchés financiers internationaux. En réalité, l'histoire des SWF remonte au moins à 1953, date à laquelle, selon l'Autorité d'Investissement du Koweït, le «

*Kuwait Investment Board* » fut créée avec pour ambition d'investir le surplus de revenus de pétrole dans le but de réduire la dépendance du Koweït sur ses réserves limitées de pétrole. L'émergence plus récente des SWF est principalement liée à l'accumulation de réserves considérables de devises étrangères par des économies de marché émergentes, avec, depuis quelques années, un nombre croissant de pays créant de nouveaux SWF dans le but d'accumuler des capitaux étrangers et d'améliorer le retour sur les réserves traditionnelles de devises étrangères.

En septembre 2007, le FMI a estimé que les SWF contrôlaient environ 3,000 milliards de dollars et que ces fonds pourraient atteindre une dizaine de milliers de milliards de dollars d'ici quelques années, même si le montant total détenu par les SWF a connu une baisse considérable suite aux troubles du marché et la baisse des prix de biens fin 2008. Les économistes et analystes politiques estiment que les SWF doivent faire l'objet d'études approfondies, et ce pour plusieurs raisons. Certains soutiennent que ces fonds aideront les nations dépendantes de ressources naturelles à diversifier leurs économies (Aglietta, 2008; Lina, 2007), alors que d'autres s'inquiètent du risque d'abus de pouvoir et préconisent plus de transparence de la part des SWF (Summers, 2007; Weisman, 2007). Fin 2007 et début 2008, suite à la montée des prix du pétrole et d'autres biens, de nombreux SWF ont connu une croissance considérable. Selon des estimations publiées par *Morgan Stanley* en septembre 2007, le plus grand SWF, *Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), contrôlait environ 875 milliards de dollars en termes de capital à cette époque. Les fonds de SWF reflètent de façon générale la disponibilité des excès de revenus gouvernementaux et de réserves dans les pays concernés, et le besoin perçu de gérer ces fonds avec le but de répondre à des besoins

futurs spécifiques en termes de liquidité selon les objectifs du fonds et les sources fixes de revenu. En pratique, les revenus excessifs et les réserves investies dans les SWF sont dans la plupart des cas le résultat des ventes de pétrole et autres ressources naturelles. Ceci est bien illustré par le résumé des sources de fonds de SWF présenté dans le tableau ci-dessous. La majorité des SWF opèrent dans des états exportateurs de pétrole et autres pays riches en biens où les recettes de la vente de ressources naturelles ou de taxes prélevés sur le revenu de biens de sociétés privées reviennent à l'État. Des exemples typiques de pays exportateurs du pétrole utilisant SWFs incluent le Koweït, le Qatar, les Émirats arabes unis, l'Arabie Saoudite, la Russie, le Venezuela ou l'Alaska aux États-Unis. Dans des pays comme le Chili, le Botswana et Kiribati, des ressources naturelles sous forme de cuivre, de diamants ou de minéraux constituent la base du financement des SWF. Excepté les recettes provenant de la vente de biens, le financement des SWF peut également provenir du budget général ou de surplus externes que certains gouvernements choisissent d'investir dans ces fonds. En particulier, certains pays – notamment la Chine – consacrent des réserves de banque centrale officielle à des fonds d'État.

### Les fonds souverains principaux dans le monde entier

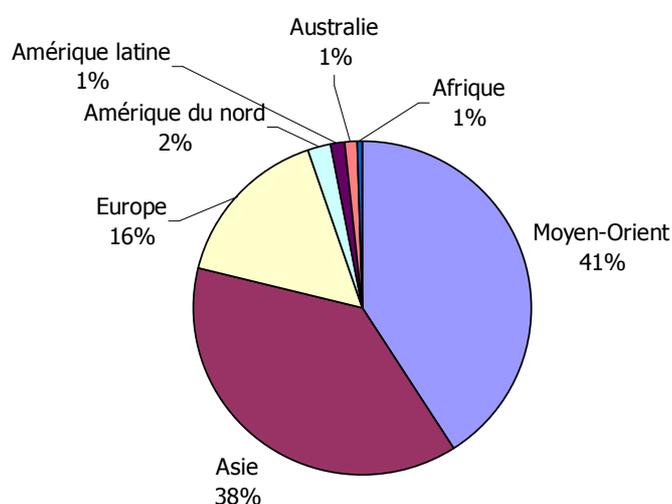
Pays	Nome de fonds souverains	Création	Source of Fonds
Chine	SAFE Investment Company	1997	Autre que matière première
Chine	China Investment Corporation ( CIC)	2007	Réserves de devises étrangères
Chine	National Social Security Fund	2000	Autre que matière première
Chine	Africa Development Fund	2007	Autre que matière première
Chine	Shanghai Financial Holdings	2007	Excédent budgétaire
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1993	Autre que matière première
Iran	Oil Stabilization Fund	1998	Pétrole
Corée	Korea Investment Corporation	2005	Réserves de devises étrangères
Koweït	Kuwait Investment Authority (KIA)	1953	Pétrole
Libye	Libyan Investment Authority	2006	Pétrole
Malaisie	Khazanah Nasional	1993	Excédent budgétaire
Norvège	Government Pension Fund-Global (GPF)	1990	Pétrole
Qatar	Qatar Investment Authority	2003	Pétrole
Russie	National Welfare Fund	2008	Pétrole
Arabie Saoudite	Saudi Arabian Monetary Agency	1952	Pétrole
Arabie Saoudite	Public Investment Fund	2008	Pétrole
Singapour	Government of Singapore Investment Corporation (GIC)	1981	Réserves de devises étrangères, Excédent budgétaire
Singapour	Temasek Holdings	1974	Autre que matière première
Taiwan	Taiwan National Stabilisation Fund (TNSF)	2000	Autre que matière première
UAE	Emirates Investment Authority	2007	Pétrole
UAE	Dubai World	2005	Pétrole
UAE	DIFC (Dubai International Financial Centre Investments ) Investments	2006	Pétrole
UAE	Abu Dhabi Investment Authority (ADIA) & Council	1976	Pétrole
UAE	Investment Corporation of Dubai (ICD)	2006	Pétrole
UAE	Dubai International Capital	2004	Pétrole
USA	New Mexico State Investment Office Trust	1958	Autre que matière première
USA	Alabama Trust Fund	1986	Gaz
USA	Alaska Permanent Fund	1976	Pétrole

Source : Truman (2008)

Une des inquiétudes souvent suscitées par les SWF concerne leur effet potentiel sur la gouvernance d'entreprise. On peut noter que de nombreux SWF sont originaires de pays riches en pétrole et d'exportateurs asiatiques. A quelques exceptions près, les deux catégories sont dominées par des pays

disposant de marchés et d'institutions financiers relativement peu développés. Certains SWF ont ainsi émis des doutes quant à la compétence des directeurs de SWF et leur capacité à remplir leur fonction en tant qu'actionnaires, à la fois en termes de vote et en termes de contrôle.

### Fonds souverains par zone géographique



Source : Truman (2008)

Par ailleurs, nous trouvons que les filiales des grands acteurs étrangers (*Capital Group Company, Templeton, UBS, Aberdeen, HSBC, Morgan Stanley, etc.*) ont acquis des positions importantes dans les sociétés asiatiques. Concernant les fonds mutuels, nous remarquons la forte présence des gestionnaires de fonds anglo-saxons. Les détenteurs anglo-saxons représentaient 19% dans la capitalisation totale des fonds mutuels en 1997 contre 49% en 2006 (38% par les américains et 11% par les anglais). Cette dynamique de pénétration des grands groupes américains est notamment liée à la présence des filiales de gestion d'actifs américains. La capitalisation des groupes américains a augmenté en valeur de 1 594% entre 1997 et 2006 sur les marchés asiatiques. Dans certains pays comme la Corée, l'Inde, les Philippines et Singapour, ils détiennent plus de la moitié des parts des investisseurs étrangers

en 2006. Nous pouvons surtout noter parmi ces acteurs les filiales des grands groupes bancaires et de gestion d'actifs américains (*Citibank, Templeton, Morgan Stanley, J.P. Morgan...*), les fonds de pension américain (*TIAA-CREF, Teacher Retirement System of Texas...*) et les fonds spéculatifs américains (*Steel Partners, Renaissance Technologies Corp* ou *Icahn Associates Corporation*) qui ont connu une croissance exceptionnelle (+3 708 % en valeur) depuis 1997.

Notre analyse permet également de donner un bon éclairage de l'implication des banques (25% de la valeur détenue, figure 2.3) dans la nouvelle activité financière, via leur filiale de gestion d'actifs. Comme nous l'avons évoqué précédemment, le nouveau rôle des banques en tant que gestionnaires de portefeuille est lié à la diversification de leurs activités désormais davantage présentes sur les marchés de titres. Nous supposons que le poids croissant des investisseurs institutionnels est accentué par les banques elles-mêmes dans beaucoup de pays asiatiques. L'expansion du volume de la sphère financière par les institutionnels pourrait laisser penser à l'érosion progressive du poids des banques. Notre observation montre au contraire que les banques s'adaptent au nouveau contexte financier à travers la création de filiales dédiées spécifiquement à la gestion pour compte de tiers. Même si leur rôle a changé, nous pouvons constater qu'elles demeurent d'importants acteurs pour les configurations actionnariales des pays asiatiques. Le Japon et la Corée sont des pays caractérisés par un rôle important de ce type d'investisseurs qui représentent respectivement 69% et 27% de la valeur détenue par les investisseurs institutionnels. Pourtant, une analyse en fonction de la part des actifs institutionnels révèle que le développement de l'industrie de la gestion d'actifs diffère d'un pays à l'autre. Nous allons détailler dans la sous-section les trois principales catégories d'actionnaires institutionnels (les fonds mutuels, les fonds de pension et les compagnies d'assurance).

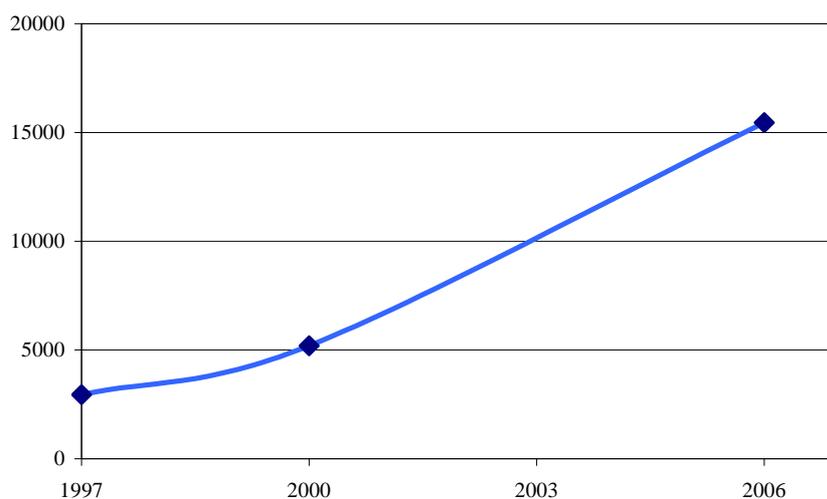
### **3.2. La place des trois grands types d'acteurs institutionnels**

Nous allons à présent nous concentrer sur le trio fonds de pension/fonds mutuels/compagnies d'assurance qui se sont accrus dans les modèles asiatiques de la gouvernance des sociétés cotées. Dans les pays de la zone d'Asie, l'importance relative de ces investisseurs institutionnels n'est pas identique.

### ➤ Fonds de pension

Les fonds de pension occupent une place très importante au sein des systèmes financiers anglo-saxons. En revanche, la comparaison de la taille des bilans des investisseurs institutionnels en Asie montre que les fonds de pension ont un poids très réduit (2% de la valeur détenue par les institutionnels) comparativement à celui des fonds souverains et des fonds mutuels même si une tendance à l'essor de ce type d'acteurs se dessine clairement (+425 % en valeur) depuis 1997. Considérant que les évolutions démographiques ne permettront plus aux États membres de répondre aux besoins des retraités, la réforme des régimes de retraite est une priorité pour tous les pays d'Asie. Bien souvent difficiles à comparer en raison de la grande diversité des règles appliquées dans les régimes de retraite de chaque pays, les nouveaux régimes présentent toutefois tous une caractéristique commune : les fonds à cotisations définies occupent une place de plus en plus importante. Dans les régimes à cotisations définies, l'épargnant a le choix entre différents instruments de placement avec des profils de risque-rentabilité variés et par conséquent le risque est entièrement supporté par l'épargnant. Dans ce cas, le rôle de l'État est réduit, il est devenu simple organe de réglementation ou superviseur. Le système de retraite est plutôt géré par des organismes privés.

**Graphique 2.5 : Évolution des actifs des fonds de pension (1997-2006)** (en millions de dollars)



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Il nous semble donc utile de décrire un panorama des principales réformes des principaux pays d'Asie. Le système de retraite en Corée fait partie d'un système de sécurité sociale qui couvre aussi l'assistance sociale et la protection sociale. Les fonds à prestations définies sont encore largement majoritaires dans ce pays. Le NPS (*National Pension Scheme*) — dont les actifs sont les plus importants, représentant environ 17% du PIB — est offert aux salariés du secteur privé et aux personnes qui n'ont pas la possibilité d'entrer dans un fonds de pension professionnel. Il existe trois régimes complémentaires professionnels: GEPS (*Government Employees' Pension Scheme*), MPPS (*Military Personnel Pension Scheme*) et PSTPS (*Private School Teachers' Scheme*). Parallèlement, les nouveaux systèmes privés mis en place sont constitués de l'épargne retraite individuelle sur la base du volontariat et de l'épargne-retraite privée obligatoire afin de pallier l'insuffisance des régimes de retraite publics.

En Chine, la réforme du système de retraite est en cours depuis 1997. Le système de pension chinois repose sur trois piliers : les pensions légales liées aux revenus, les pensions complémentaires (fonds de pension géré par l'entreprise) et l'épargne-pension individuelle. Aujourd'hui, les stratégies d'investissement des fonds de retraite deviennent plus sophistiquées. Les investissements dans les titres étrangers ont été négligeables mais les fonds de pension national chinois, le NSSF (*National Social Security Fund*) envisage d'investir à l'étranger, passant de 7% à 20% des actifs en embauchant des équipes de spécialistes pour administrer leurs activités de placement à l'étranger.

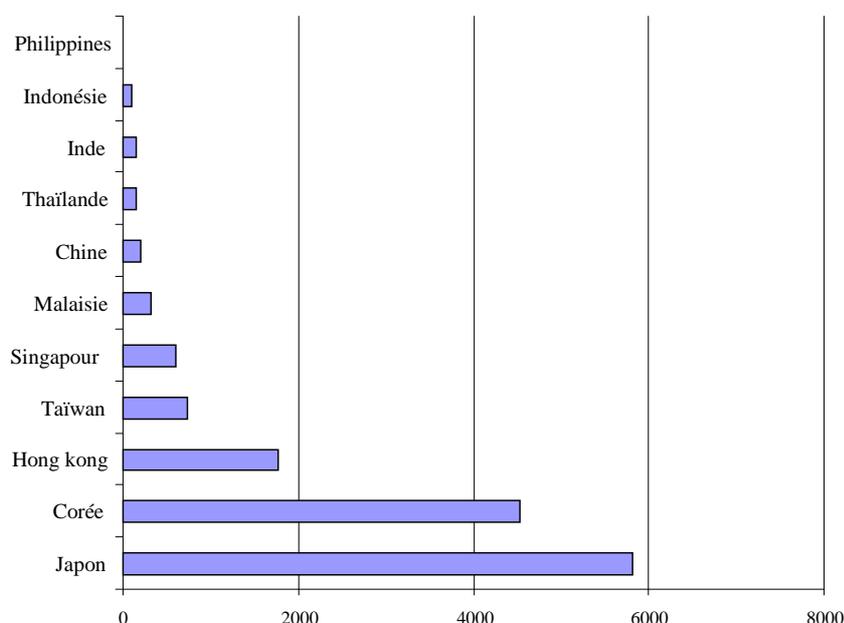
A Hong-Kong, le régime de base assuré par la sécurité sociale a été amélioré en 2000 par l'instauration d'un régime complémentaire obligatoire pour les salariés : le MPF (*Mandatory Provident Fund*). Ce nouveau régime fonctionne majoritairement sur la base de contributions définies. L'affiliation des travailleurs est obligatoire pour tous les salariés y compris les travailleurs indépendants et les travailleurs à temps partiel. Les systèmes de pension à Hong Kong sont des systèmes mixtes, qui comportent un élément de répartition, ainsi qu'un élément privé de capitalisation.

Le Japon est le pays d'Asie le plus développé dans le domaine des fonds de pension. Le vieillissement de la population est beaucoup plus rapide que dans les pays de l'OCDE, ce qui soulève des inquiétudes concernant la solidité du système de pension. Le Japon a connu un profond mouvement de réformes des systèmes de pension au cours des dernières années afin d'éliminer le problème que pose le vieillissement démographique. Avec le régime national de pension (NP), les plans de retraite professionnels volontaires assurent depuis

longtemps une large couverture au Japon. Les pensions privées jouent désormais un rôle important dans les systèmes de retraite du Japon.

Le graphique suivant illustre les actifs gérés par les fonds de pension dans la région asiatique sur ses places boursières. C'est au Japon que les fonds de pension sont les plus présents. Cette situation n'a rien d'étonnant dans la mesure où cette industrie a une place très importante au Japon, comme nous l'avons mentionné précédemment, en liaison avec les modifications ayant affecté les systèmes de retraite d'entreprise et individuels. La Corée occupe la deuxième place, suivie par Hong-Kong. Au-delà de ce constat, il est important de noter que les actifs gérés par ces fonds sont concentrés dans les mains d'investisseurs étrangers (80%) dont les américains détiennent 38% des actions en valeur dans le total des capitalisations de fonds de pensions. En d'autres termes, le poids domestique de cette activité dans les économies asiatiques est quasiment embryonnaire. Selon le rapport de la World Bank (2006), la raison en est principalement qu'en Asie, l'industrie des fonds de pension maintient une politique conservatrice sur l'allocation d'actifs. Les fonds de pension anglo-saxons privilégient largement les marchés des actions, tandis qu'une majorité des fonds asiatiques préfèrent se positionner sur les actifs non risqués : dépôts bancaire ou titres du gouvernement.

**Graphique 2.6 : Actifs des fonds de pension (2006) (en millions de dollars)**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Néanmoins, étant donné que les réformes législatives stimulent la croissance de fonds de pension et l'accumulation des actifs de retraite, elles permettraient d'avoir des conséquences importantes dans le capital des entreprises asiatiques et de conduire au développement de nouveaux instruments financiers dans les prochaines années. L'expérience des États-Unis et du Royaume-Uni montre bien que les fonds de pension stimulent la sophistication du processus d'intermédiation financière (Boubel et Pansard, 2004).

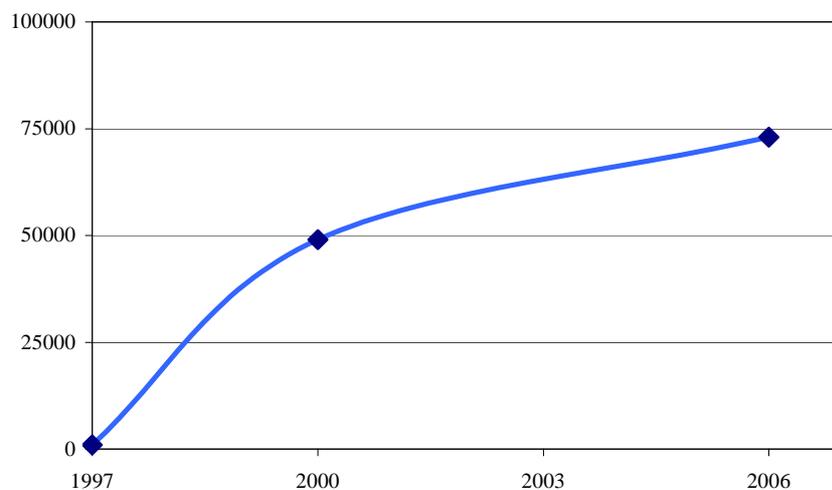
### ➤ **Compagnies d'assurance**

Les compagnies d'assurance captent une part de marché de l'intermédiation financière de plus en plus importante (+7 583 % en valeur) depuis 1997 dans cette zone. Aujourd'hui, en dehors de l'épargne au titre de l'assurance-vie traditionnelle, l'industrie de l'assurance agit également comme des gestionnaires d'actifs pour l'épargne retraite (engagements correspondant aux réserves de pension) (Boubel et Pansard, 2004). Dans les principaux pays anglo-saxon, les placements des fonds de pension sont en partie effectués soit par les produits spécifiques offerts par les compagnies d'assurance soit par les plans d'épargne retraite individuels qui sont également gérés par ces dernières. D'ailleurs, l'expérience des réformes des systèmes de retraite en Amérique latine démontre l'impact positif des régimes de retraite à cotisations définies sur le secteur des assurances (Queisser, 1999). Dans un système à cotisations définies, le montant des prestations de retraite dépend des fluctuations du marché, autrement ce régime n'offre aucune assurance contre les risques auxquels sont confrontés les individus en matière de pensions privées. C'est pourquoi la demande de parts du secteur de l'assurance-vie a été alimentée de manière croissante. Nous pouvons donc supposer que la réforme des fonds de pension a été un vecteur de croissance important pour les compagnies d'assurance dans cette région<sup>28</sup>. De même, la croissance des marchés d'actions depuis la crise asiatique a suscité une demande accrue, comme en a témoigné par exemple l'augmentation du nombre de nouveaux contrats d'assurance-vie ces derniers temps dans plusieurs pays asiatiques (par exemple, +20% entre 1997 et 2006 en Corée).

---

<sup>28</sup> Malheureusement, la base de données de *Thomson Reuters* ne nous permet pas d'accéder aux titres des compagnies d'assurance détenus à travers les fonds de pension.

**Graphique 2.7 : Évolution des actifs des compagnies d'assurance (1997-2006) (en millions de dollars)**



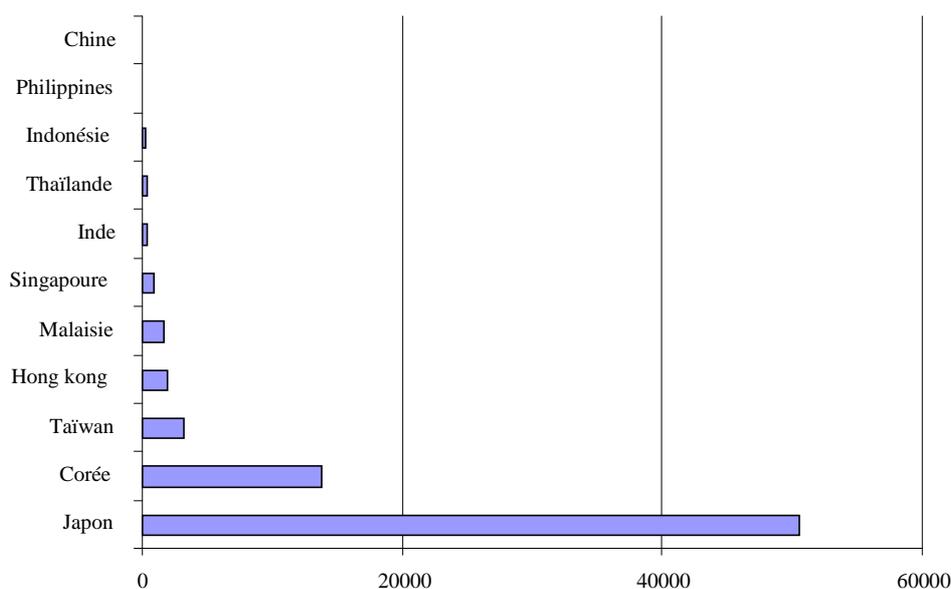
Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

Les marchés japonais et coréens arrivent toujours largement en tête avec environ 88% du marché asiatique mais avec un grand avantage pour le Japon (Graphique 2.8). Globalement, les marchés d'assurance asiatiques peuvent être stratifiés en trois niveaux : à pleine maturité, transitoires et naissants. Le Japon est le seul marché entièrement mûr. Sa taille du marché occupe le deuxième rang à la suite aux États-Unis, non seulement pour la part des assurances vie mais aussi celles des assurances non-vie, notamment dû au fait du vieillissement de la population. Les États-Unis et le Japon représentent la moitié du marché mondial en assurance, ce qui est beaucoup plus important que leur part de population globale. Les marchés de transition comprennent la Corée, Taiwan, la Malaisie, et Hong Kong. Les deux principaux marchés naissants sont la Chine et l'Inde.

Au Japon, ces dernières années ont vu une vague de fusions entre les grandes compagnies d'assurance en vue de maximiser les synergies existantes, de l'introduction de nouvelles gammes de produits en réponse aux besoins du marché, et de l'adoption des nouvelles stratégies de marketing. Le rôle des compagnies d'assurance en tant qu'actionnaire principal des banques, dans le but d'avoir des relations commerciales durables avec elles et de les aider plutôt que superviser, commençait à diminuer. Celles-ci se sont davantage converties en partie en investisseurs institutionnels (Miyajima et Kuroki, 2007). En Corée, les compagnies d'assurance se dirigent de plus en plus vers les produits d'épargne placés en

bourse en profitant de l'évolution favorable des marchés boursiers de ces dernières années. Sur la période 1997-2006 le poids des compagnies d'assurance dans le patrimoine financier des ménages a progressé de 0,1% à 4 % dans la capitalisation totale. En Chine, les acteurs globaux ont commencé à entrer sur le marché chinois et à former des joint-ventures avec des partenaires locaux. En Inde, le marché a été ouvert au secteur privé en 2000, dans le but d'améliorer le fonctionnement du système des assurances

**Graphique 2.8 : Actifs des compagnies d'assurance (2006) (en millions de dollars)**



Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

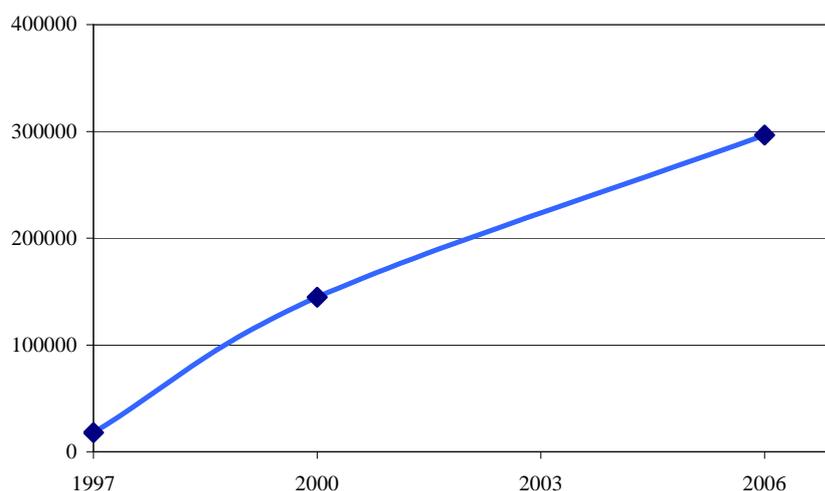
Contrairement aux fonds de pension où les fonds non-résidents pèsent d'un poids important dans la capitalisation totale, les compagnies d'assurance étrangères présentes ne prennent que des parts très minoritaires en Asie. En effet, le taux de détention des compagnies d'assurances nationales atteint 92%. Au Japon et à Taïwan, les fonds domestiques détiennent en 2006 respectivement environ 98% et 90%. La domination des fonds nationaux peut s'expliquer en grande partie par le degré d'importance des principales contraintes liées à la participation étrangère. Bien que l'ouverture aux compagnies d'assurance étrangères de la zone ait sensiblement progressé depuis plusieurs années, la limite autorisée pour les investisseurs étrangers reste basse dans ce secteur. Néanmoins, face à la croisée des chemins en matière de retraite et la réforme progressive, il semble qu'un fort potentiel de croissance existe sur ce marché dans l'ensemble de la région. La croissance prévue de l'industrie

d'assurance créera un nouveau canal pour mobiliser des capitaux pour cette région et l'ouverture du marché de l'assurance accélérera également l'afflux des capitaux étrangers, ce qui permettra d'inciter à son tour les compagnies d'assurance de mettre en œuvre la réforme.

### ➤ Fonds mutuels

L'industrie des fonds mutuels de la zone asiatique connaît une forte croissance : son actif est passé de 18 millions de dollars en 1997 à 296 millions de dollars en 2006, soit une hausse de 1 544%. Cette croissance est attribuable à plusieurs facteurs.

**Graphique 2.9 : Évolution des actifs des fonds mutuels (1997-2006)** (en millions de dollars)



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Premièrement, l'entrée des banques sur le marché des fonds mutuels a rendu ces produits de placement populaires auprès des clients puisque ces derniers peuvent acheter facilement les produits dans les réseaux bancaires. Deuxièmement, le développement de l'épargne salariale et des plans individuels de retraite a accru la popularité de ces fonds. Troisièmement, le fléchissement du marché boursier a permis un rendement plus élevé par rapport à celui des instruments d'épargne traditionnelle qui dépendait des taux d'intérêt. Le boom de l'industrie des fonds mutuels se fait sentir partout dans cette région. Si les asiatiques ont été fiers d'avoir plusieurs comptes d'épargne dans les banques pour financer les enfants ou préparer une retraite, autrement dit, une épargne de précaution, ils passent désormais

beaucoup de temps à comparer plusieurs types de produits offerts par les fonds mutuels. Les moindres rentabilités affichées par la faiblesse des taux d'intérêt ces dernières années ont sans doute constitué un appel de service d'intermédiation financière en direction des actifs risqués : les fonds d'actions.

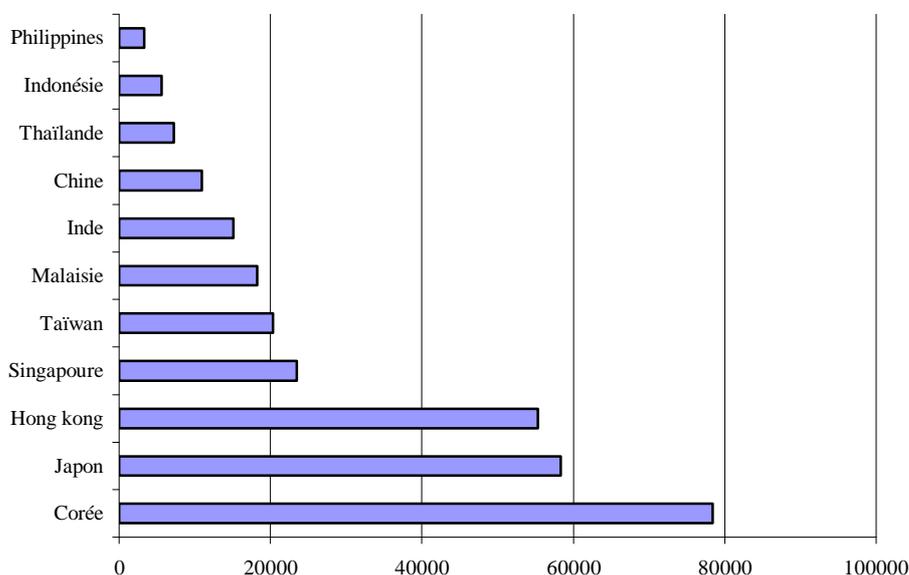
La Corée occupe la première place, suivie par le Japon. Il semble que la réforme du secteur financier, l'envolée de la valeur des actions de ce début de siècle et une forte présence des fonds américains permettent en effet en Corée d'être un lieu dynamique pour l'industrie des fonds mutuels. Chaque pays présente des particularités relatives aux types de fonds mutuel car la forme juridique de ce secteur varie dans la législation des différents pays. En Corée, les principaux types de fonds sont les fonds d'actions (obligé de détenir au moins 60 % des actifs en actions), les fonds d'obligations (obligé de détenir au moins 60 % des actifs dans les marchés d'obligations) et les fonds de types mixtes. En Chine, le premier fonds mutuel a été créé en 1991 lorsque les collectivités locales ont mis en place deux fonds de type fermé<sup>29</sup>. Le premier fonds de type ouvert est introduit en 2001 et le nombre total de ce type de fonds ne cesse aujourd'hui d'augmenter en captant plus de 70% de la valeur totale des fonds mutuels<sup>30</sup>. Pourtant, selon la réglementation nationale, une prise de participation maximale des fonds mutuels dans une entreprise est de 10%. En outre, 80 % des actifs détenus par les fonds mutuels doivent être investis dans les actions et obligations, et au moins 20 % doit être investis dans les Bons du Trésor. En Thaïlande, jusqu'en 1992, ce secteur a été contrôlé par une seule société (*Mutual Fund Company*) qui est une filiale d'une entreprise étatique (*Industrial Finance Corporation of Thailand*). La libéralisation de l'industrie de fonds mutuels a été annoncée pour 1992 et cette ouverture a contribué au développement du secteur et a créé de nouveaux métiers qui interviennent pour le fonctionnement du fonds mutuels.

---

<sup>29</sup> Fonds fermé (*closed-end funds*) : fonds doté d'une période de souscription limitée dans le temps. Au-delà de cette période, aucune nouvelle part ne peut être souscrite.

Fonds ouvert (*open-end funds*): fonds pouvant accepter de nouvelles souscriptions à tout moment

<sup>30</sup> Il existe 54 fonds de type fermé et 142 fonds de type ouvert en 2005.

**Graphique 2.10 : Actifs des fonds mutuels (2006) (en millions de dollars)**

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

La part de l'actif détenue dans des fonds mutuels étrangers s'est également accrue, passant de 66 % de l'actif total en 1997 à 73 % en 2006 selon notre analyse. Ces résultats nous permettent donc de dire que la part des fonds étrangers est également significative dans l'industrie des fonds mutuels comme les fonds de pension. Parmi les quinze fonds les plus actifs en Asie<sup>31</sup>, nous retrouvons neuf fonds américains (*Capital Research & Management Company, Templeton, Franklin Templeton, Wellington Management Company*, etc). Ils gèrent entre 2% et 56 % des actifs financiers détenus par des fonds mutuels en fonction des pays en 2006. La Corée est le pays dont la part américaine est la plus importante (56%) et la Thaïlande est le pays où cette part est la plus faible (2%)<sup>32</sup>. Le poids des actionnaires européens n'a, quant à eux, quasiment pas bougé. La part des capitaux détenus par les européens est de 19% de la capitalisation des fonds mutuels. Parmi ces acteurs, nous retrouvons notamment le fonds allemand *Union Investment Group* et le fonds anglais *Silchester International Investors*.

<sup>31</sup> Les 15 premiers disposent de 37% de la capitalisation totale des fonds mutuels.

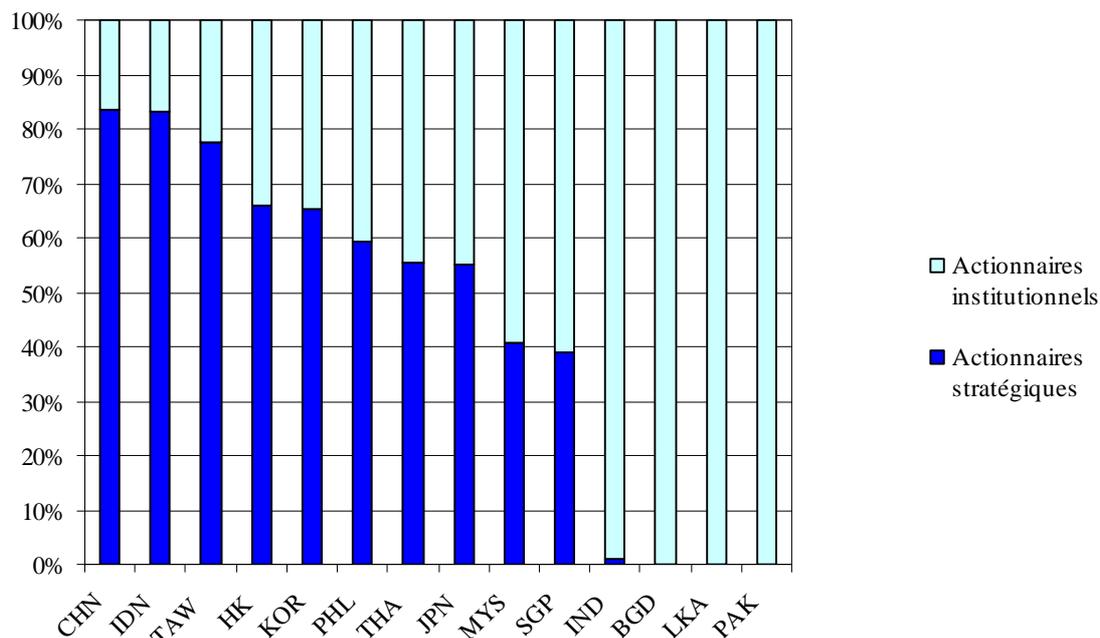
<sup>32</sup> Les trois pays (Pakistan, Bangladesh et Sri Lanka) dont la part américaine est de 0% sont exclus dans cette analyse.

En résumé, le développement des fonds mutuels dans la région est un phénomène récent. Aux États-Unis, les fonds mutuels captent une part très importante du marché de l'intermédiation financière même en supplantant largement les compagnies d'assurance (Boubel et Pansard, 2004). En Europe, nous pouvons trouver la prépondérance des fonds mutuels parmi les principaux acteurs : par exemple, parmi les cinquante fonds les plus actifs dans la capitalisation totale en Europe, nous trouvons les vingt-huit fonds mutuels (Auvray et Granier, 2009). Même si le rôle des fonds mutuels en Asie est bien plus modeste qu'aux États-Unis et en Europe, ils sont en train de devenir un vecteur privilégié de placement avec le mouvement de libéralisation lancée dans les années 2000 et l'accès des particuliers aux marchés boursiers. Il semble que ce secteur continuera à se développer au fur et à mesure que les dispositifs d'épargne retraite seront de plus en plus axés sur des plans à cotisations définies et des formules d'épargne retraite individuelle comme le cas des États-Unis.

### **3.3. Les configurations actionnariales asiatiques en 2006**

L'observation précédente de la structure de l'actionnariat des firmes cotées asiatiques laisse transparaître un affaiblissement des traits caractéristiques de la gouvernance avec l'émergence forte d'un actionnariat institutionnel. Toutefois, ces résultats ne doivent pas nous conduire à déceler de convergence vers un modèle caractérisé par l'actionnariat dispersé. En effet, les actifs asiatiques sont détenus pour 53% par des acteurs stratégiques, ce qui veut dire que les structures actionnariales d'Asie sont encore assez éloignées du modèle anglo-saxon. Les pays comme la Chine (83%), l'Indonésie (83%) Taiwan (77%) et Hong Kong (66%) se trouvent dans une structure de propriété stratégique (Graphique 2.11). Ces résultats nous amènent à considérer que les investisseurs institutionnels ont un niveau de participation moins élevé dans un pays où il y a une forte existence des actionnariats stables : les familles à Hong-Kong, à Taiwan et en Indonésie et l'État actionnaire pour la Chine. L'Inde a des structures actionnariales qui se rapprochent fortement du modèle d'actionnariat dispersé. Le Bangladesh, le Pakistan et le Sri Lanka montrent la domination absolue des actionnaires institutionnels étrangers. Nous avançons l'hypothèse que cette situation s'explique par le fait que le sous-développement des marchés boursiers et l'absence de protection des investisseurs n'encouragent pas les investisseurs nationaux à se développer, alors que les investisseurs étrangers sont motivés par des opportunités de bénéfices dans les marchés émergents.

Graphique 2.11 : La structure actionnarial en Asie (2006)



Le tableau suivant permet de voir que 42% de la valeur sont détenues par des entreprises qui sont forcément liées au modèle de participations issu des grandes entreprises (*Keiretsus* ou *Chaebols*) et des entreprises familiales<sup>33</sup>. Les fonds mutuels contrôlent environ 13% de la capitalisation à la suite des corporations, 10,4% pour les fonds souverains et 9,4% pour les banques en tant qu'investisseurs institutionnels. Les actionnaires individuels jouent un rôle important (9%) dans les pays comme Singapour, Hong Kong et la Corée. Si nous étudions la nationalité des investisseurs de notre échantillon, 75% sont issus de la zone asiatique (dont 27% de japonais et 20% de chinois), 9% de la zone nord-américaine (essentiellement américains) et 8% de la zone européenne. Dans certains pays les investisseurs domestiques détiennent plus de 80 % d'actifs de la valeur de notre échantillon. Il s'agit de la Chine et Taiwan. En revanche Hong Kong est marqué par une forte participation des investisseurs étrangers (76%). Cela montre bien le rôle de Hong Kong en tant que centre financier international attirant des capitaux étrangers.

<sup>33</sup> La base de données de *Thomson Reuters* ne permet pas de différencier les entreprises selon les actionnaires de contrôle.

**Tableau 2.5 : La détention des actions en Asie selon le type d'investisseurs (2006)**

	<b>%/ Total</b>
Fonds Souverains	10,44%
Fonds Spéculatifs	0,73%
Fonds Mutuels	13,14%
Banques	9,43%
Compagnies d'assurance	3,24%
Fonds de Pension	0,68%
Capital-risque	0,29%
Autres	1,20%
<b>Total Investisseurs Institutionnels</b>	<b>38,40%</b>
Banques	5,55%
Entreprises	41,95%
État et Entités Publiques <sup>34</sup>	4,40%
Compagnies d'assurance	0,84%
<b>Total Investisseurs Stratégiques</b>	<b>52,75%</b>
<b>Total Investisseurs Individuels</b>	<b>8,85%</b>
<b>Total general</b>	<b>100,00%</b>

Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

Même si l'Asie a été le témoin de la montée en puissance des investisseurs institutionnels, nous soulignons l'idée que cette évolution institutionnelle réside dans les diverses configurations nationales. Face à la variété des structures actionnariales de chaque pays qui demeurent néanmoins marquées par leurs structures antérieures, il ne suffit pas d'affirmer un rapprochement, voire un mouvement d'homogénéisation, entre les pays asiatiques. L'analyse des correspondances multiples va nous permettre de caractériser les modèles asiatiques de la gouvernance<sup>35</sup>. A partir des variables qui montrent la structure actionnariale de chaque pays à partir de la base *Thomson Reuters* employées pour notre analyse précédente, nous retenons les quatre dimensions suivantes (voir annexe tableau 0.2.7):

- La première est une analyse de la part des acteurs stratégiques et celle des investisseurs institutionnels dans chaque pays.

- La deuxième est l'origine des actionnaires, qui nous permet de mesurer le degré d'ouverture du pays aux actionnaires extérieurs.

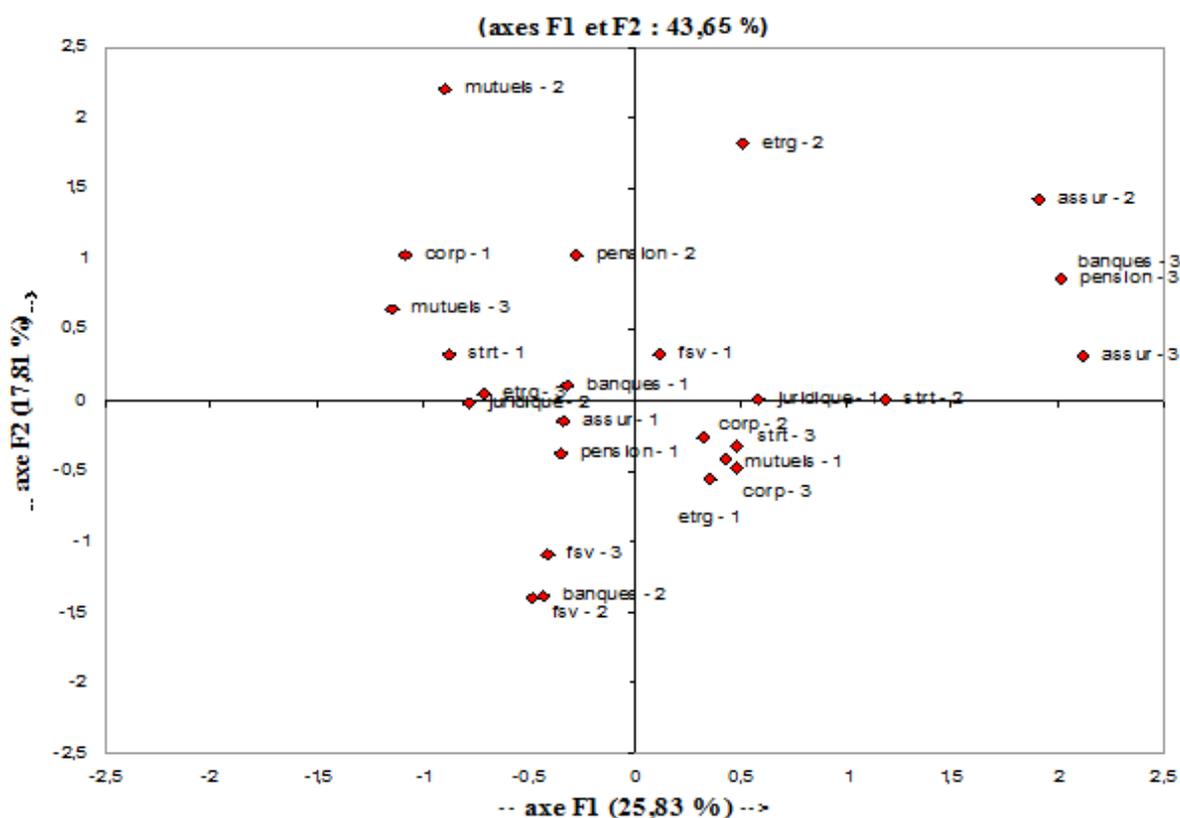
<sup>34</sup> Ce chiffre est sûrement très supérieur du fait de la difficulté de connaître les actionnaires ultimes des sociétés surtout en Chine et à Singapour.

<sup>35</sup> Les analyses approfondies seront effectuées à partir de la prise en compte de la transformation des systèmes financiers et du cadre règlementaire de gouvernance dans le chapitre 4.

- La troisième concerne les spécificités par pays en termes de type d'investisseurs.
- Nous avons retenu ensuite l'origine de la tradition juridique développée par La Porta *et al.* (1998).

Les variables quantitatives initiales ont été discrétisées afin d'appliquer une analyse des correspondances multiples. Ce codage nous permet d'une part de réduire l'influence des valeurs extrêmes et d'autre part d'introduire la variable qualitative de la tradition juridique. Les axes factoriels figurant sur les représentations ci-après sont, en effet, des combinaisons des modalités des variables utilisées dans l'analyse.

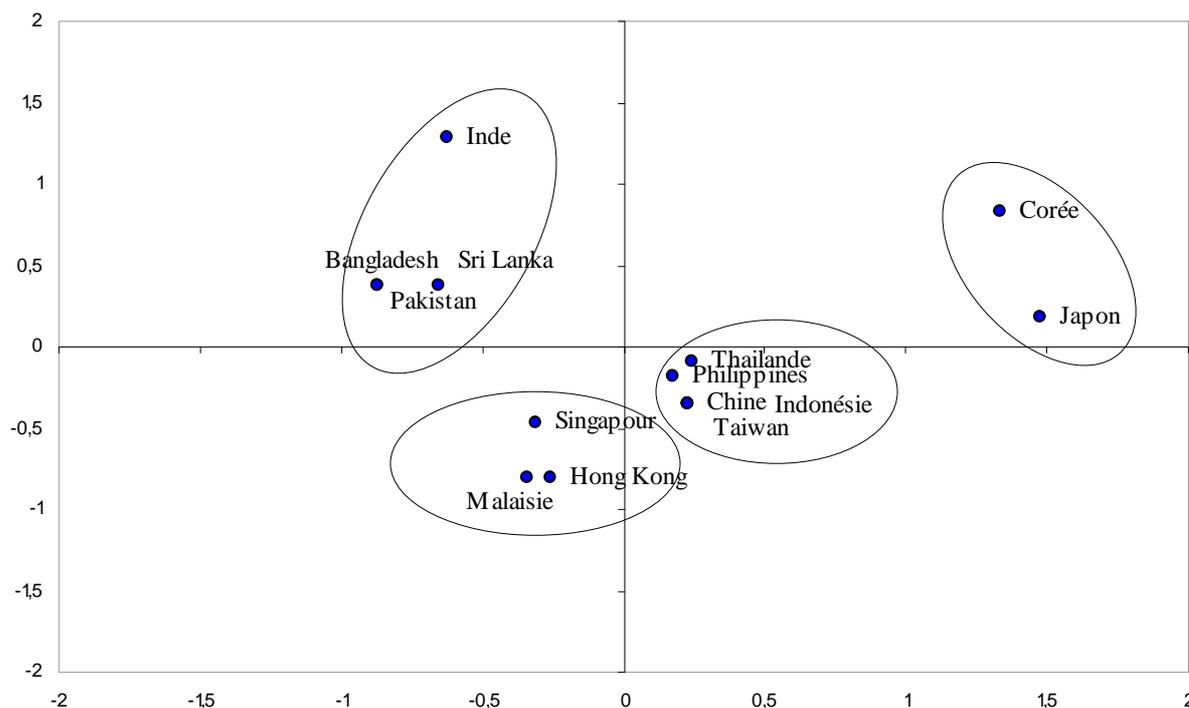
**Graphique 2.12 : Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F2, 2006)**



Le premier axe explique, à lui seul, 25,83% de l'inertie. A la vue des variables les plus proches de l'axe, il est caractérisé par l'opposition entre les actionnaires stratégiques et institutionnels. Les variables de participation des investisseurs domestiques et de tradition juridique contribuent également à la formation de cet axe. Ce premier facteur oppose ainsi la Chine, l'Indonésie, Taiwan et la Thaïlande au Bangladesh, au Pakistan et à l'Inde. Le

deuxième axe (17,81% de la variance) permet, quant à lui, de caractériser les pays où les participations des compagnies d'assurance, des fonds de pensions et des fonds mutuels sont importantes. Nous retrouvons la Corée et le Japon notamment. Le troisième axe (16,4%) donne des indications quant aux pays qui comptent le plus de participation des fonds souverains comme Hong Kong et Singapour (voir annexe graphique 0.2.5).

**Graphique 2.13 : Configurations actionnariales asiatiques en 2006**



La classification hiérarchique nous conduit à identifier quatre groupes de pays. Tout d'abord, deux grands groupes de pays se distinguent. D'un côté l'Inde, le Bangladesh, le Sri Lanka et le Pakistan qui se distinguent par une forte présence des acteurs institutionnels et des fonds mutuels, et de l'autre côté les différents pays asiatiques, caractérisés par le poids des investisseurs stratégiques qui se divisent en trois groupes.

Le premier groupe, qui réunit la Chine, l'Indonésie, Taiwan, la Thaïlande et les Philippines, est caractérisé par des valeurs significativement plus fortes pour les variables de la participation des investisseurs nationaux (entre 58%-87% sauf les Philippines) et de la participation industrielle (entre 50%-78%). Les pays de ce groupe semblent plus représenter les caractéristiques traditionnelles de la gouvernance en Asie.

Le second groupe se démarque par le poids important que représentent les compagnies d'assurance, les banques et les fonds de pension. Le modèle de la Corée et du Japon rentre dans ce groupe. Ce sont les pays qui ont souvent représenté le capitalisme asiatique.

Le troisième groupe se compose de Singapour, de la Malaisie et de Hong Kong. Les fonds souverains jouent un rôle relativement important dans le contrôle des sociétés : 36% pour Singapour, 22% pour Hong Kong et 12% pour la Malaisie. Ce groupe est également représentatif d'un système de *Common law*.

Si l'on observe l'évolution des configurations actionnariales entre 1997 et 2006, dans tous les pays étudiés, la répartition des actionnaires institutionnels et des investisseurs stratégiques a évolué vers un poids plus important des premiers, excepté la Chine. L'analyse des correspondances multiples sur l'année 1997 est fournie en annexes du chapitre 2. L'analyse fait ressortir que la Chine et Singapour se sont démarqués par le poids plus important des actionnaires institutionnels. La Chine apparaît un cas particulier dans la mesure où la participation des investisseurs institutionnels, en particulier celle des étrangers, était strictement contrôlée. Selon nos analyses, tous les actionnaires institutionnels qui sont présents à la bourse chinoise en 1997 sont étrangers (France, Hong Kong, Singapour, Suisse, Grande Bretagne et États-Unis). Cela pourrait suggérer que le marché des actions B chinois était plus dynamique en termes de montant d'investissement que les autres bourses de la région (encadré 2 dans ce chapitre). Le Japon a d'ailleurs formé un groupe particulier par rapport aux autres pays. Il se distingue par un poids relativement important des compagnies d'assurance et des banques.

Pour conclure, ces analyses de données ont conduit à appréhender les principaux modèles de gouvernance au sein de l'Asie. Comme les analyses sont rarement faites pour plusieurs pays asiatiques, les résultats présentés apportent une nouvelle vision du classement des pays asiatiques par rapport à la littérature traditionnelle. **Le rôle croissant des investisseurs institutionnels dans les structures actionnariales de l'Asie transforme la vision traditionnelle de la gouvernance asiatique. Cependant, ce modèle manifeste plusieurs formes distinctes de configurations actionnariales.**

## Conclusion du chapitre

Ce chapitre a permis de montrer les changements importants intervenus au sein des modes de gouvernance et des systèmes financiers. Tandis que les regards étaient focalisés sur la récession depuis la crise, les transformations ont été fortes au sein du secteur financier et du cadre réglementaire portant sur le système de gouvernance. Les marchés boursiers connaissent une vive expansion, reflétant à la fois l'évolution des institutions financières non bancaires et une partie du processus d'approfondissement financier. Les changements survenus dans la réglementation et dans le mode de contrôle des entreprises ont remis en question les anciennes règles du jeu, conduisant à la réforme appuyée sur des principes anglo-saxons. Les nouvelles règles semblent conduire à entraîner le déclin de la fraction des actions détenues par les actionnaires stratégiques. Les banques sont désormais actives pour proposer de nouveaux instruments liés aux marchés financiers. Les banques et les autres investisseurs institutionnels sont devenus des compétiteurs importants sur le marché de l'épargne. La montée en puissance des actionnaires institutionnels est un des facteurs déterminant dans l'évolution des configurations actionnariales. L'accroissement des fonds mutuels et des fonds souverains dans le capital des entreprises asiatiques est particulièrement important.

Ces transformations en Asie par rapport aux caractéristiques traditionnelles que nous avons présentées dans la première section laissent entrevoir une convergence du mode de gouvernance vers une structure dispersée. Cependant, notre étude montre que parmi les pays étudiés, seule l'Inde tend vers ce modèle. Les autres pays ne suivent pas un seul modèle homogène même s'il existe des évolutions communes : la pénétration continue des investisseurs institutionnels touche tous les pays. Nous considérons que le cas de trois pays (Bangladesh, Pakistan et Sri Lanka qui rejoignent le modèle de l'Inde) est exceptionnel compte tenu des marchés d'actions peu développés. Ces trois pays ne peuvent donc pas représenter le modèle d'actionnariat dispersé. Contrairement à ce qui est régulièrement trouvé dans la littérature où les caractéristiques typiques du Japon, voire de la Corée, représentaient souvent le capitalisme asiatique, **nous avons distingué quatre modèles différents sur la zone asiatique. Notre analyse nous a amené à conclure qu'il n'y a pas un seul modèle asiatique de gouvernance.**

Cependant, la seule analyse portant sur les configurations actionnariales ne nous permet ni d'appréhender la complexité de la gouvernance, ni de comprendre pourquoi ces systèmes ont évolué de cette façon particulière. Dès qu'on reprend l'argument de la gouvernance d'entreprise ou du moins qu'on tente de comprendre les transformations en cours de la gouvernance qui soit plus que la simple résultante de l'imitation de « best model », il faut prendre en compte les contextes institutionnels dans lesquels s'inscrit ce système. Afin d'approfondir ce sujet, nous présentons dans la section suivante un cadre d'analyse institutionnel.

## **Chapitre 3**

### **Le changement de la gouvernance d'entreprise comme processus de changement institutionnel**

## Introduction

Comme nous l'avons présenté dans les chapitres précédents, les systèmes de gouvernance ne sont pas statiques mais subissent des changements au cours du temps. A l'heure actuelle, un des grands défis de la recherche en la matière est la compréhension de la nature de gouvernance comme faisant partie de systèmes dynamiques. Ainsi apparaît **la question de l'évolution des structures de gouvernance qui n'est pas indépendante de l'environnement institutionnel dans lequel évoluent les firmes. Les institutions de chaque pays évoluent, transformant chaque modèle de gouvernance. La question de l'évolution des modèles de gouvernance devra donc être résolue par la compréhension du changement institutionnel.** Au chapitre 2, nous avons décrit des changements en Asie à l'échelle de gouvernance et du mode de financement. Ceux-ci, chacun pris isolément, donnent le sentiment que l'Asie s'oriente vers une nouvelle direction, mais on peut se demander vers quelle direction ? Comment caractériser ce changement de gouvernance ? Le transfert du modèle anglo-saxon est inévitable ou est-ce que l'Asie est plutôt en train de chercher un modèle propre ? Afin d'approfondir ces questions, **il est nécessaire d'adopter un cadre intégrant l'explication du changement institutionnel.**

Les littératures économiques portant sur le capitalisme nous donnent l'impression que le modèle de la gouvernance d'entreprise dans les économies de marché libérales (LME) a plus de diversité que celui dans les économies de marché coordonnées (CME). D'après Hall & Soskice (2002), les agents n'adoptent que des stratégies compatibles avec le type de logique existante. Le changement de modèle est difficile pour les CME puisque l'interverrouillage entre institutions dans les CME est considéré beaucoup plus fort que les LME. L'existence de réseaux de relations dans les CME, qui est le moteur principal d'action collective, est perçue comme l'une des sources de l'homogénéité des comportements au sein du système. Les LME semblent en revanche créer un contexte plus favorable à la diversité du mécanisme de gouvernance, compte tenu du fait qu'ils nécessitent moins d'investissement dans les actifs relationnels et plus de flexibilité et de souplesse entre institutions. Ce n'est pourtant pas ce que l'on observe empiriquement.

La transformation de gouvernance ces dernières années a été plus prononcée dans les CME (Lane, 2005; O'Sullivan, 2000). La littérature contemporaine institutionnaliste offre

certaines conceptions du changement institutionnel pour traiter de ce genre de phénomènes. En dépit de l'importance accordée par nombre de théoriciens au rôle des institutions, l'évolution du cadre institutionnel lui-même est souvent ignorée. Même si les travaux sur la *path dependence* permettent d'apporter un éclairage nouveau concernant le changement des institutions, ce concept, centré sur les trajectoires historiques, a besoin d'être enrichi par d'autres analyses pour mieux comprendre la manière dont les institutions changent.

Ainsi, **l'objectif de ce chapitre est de présenter les outils conceptuels qui vont nous aider à rendre compte des évolutions institutionnelles et nous permettre de proposer une hypothèse théorique concernant les changements de gouvernance.** Avant d'approfondir notre réflexion sur la logique de transformation institutionnelle, nous présenterons dans une première section plusieurs définitions des institutions ainsi que les différentes approches des institutionnalistes : de l'institutionnalisme américain au néo-institutionnalisme.

Dans une seconde section, nous présenterons **l'hypothèse de l'hybridation comme concept explicatif pour notre cadre conceptuel du changement des structures de gouvernance en Asie.** Le processus d'hybridation suppose que l'importation d'une institution et des adaptations au contexte local peuvent conduire à l'invention d'une configuration nouvelle, fondamentalement différente du modèle initial que l'on voulait transplanter (Boyer, 2004c). Nous proposerons plusieurs mécanismes susceptibles d'opérer ou de piloter les changements institutionnels qui conduiront à formuler l'hypothèse de l'hybridation. Les explications fonctionnalistes, fondées sur le principe d'efficacité, apportent une réponse dans l'effondrement des institutions existantes dysfonctionnelles. Les approches centrées sur le rôle des politiques montrent que le bousculement institutionnel est largement lié aux décisions de justice et à l'action collective. La notion de *path dependence* introduit un outil intéressant pour saisir la logique de persistance et de déclin des institutions par certains chocs exogènes. Les deux façons de conceptualiser le problème de l'évolution institutionnelle, développées par Thelen (2003), nous amènent à comprendre les processus par lesquels les institutions sont renégociées au cours du temps ce qui modifie leur trajectoire en promouvant les nouvelles fonctions. Il importera ensuite de revenir sur le concept de complémentarité institutionnelle dans l'explication des phénomènes de verrouillage.

L'application de plusieurs perspectives sur le changement institutionnel nous permettra de tirer un certain nombre d'enseignements dans la troisième section. Cela nous

conduira en particulier à **rejeter l'idée des fonctionnalistes sur la convergence des modes de gouvernance**. En revanche, nous insisterons sur les changements de type **incrémental et endogène**.

## 1. Les fondements des approches institutionnalistes

La question de l'évolution des structures de gouvernance implique la nécessité de la recherche d'un cadre théorique permettant la prise en compte de phénomènes dynamiques. Nous mobilisons les théories du changement institutionnel pour notre cadre conceptuel de la transformation de gouvernance. Avant d'approfondir notre discussion dans cette direction, il est utile de spécifier un certain nombre de définitions d'institutions et les différentes approches institutionnalistes dans cette section.

### 1.1. La logique du changement institutionnel pour l'étude de l'évolution de gouvernance

Initié dans le contexte anglo-saxon, le débat sur la gouvernance a gagné de l'ampleur. D'une vision statique de gouvernance qui ne s'intéresse qu'aux relations d'agence positionnées entre les managers et les actionnaires, **on passe à une vision dynamique d'un système complexe selon laquelle les modes de gouvernance, imbriqués dans les institutions au sein d'une économie nationale, subissent des évolutions**. Une mutation des modes de gouvernance en Asie et en Europe continentale en particulier, témoigneraient de ce phénomène. **L'état des observations empiriques a lancé un nouveau débat sur le changement institutionnel et sur la manière dont il doit être conceptualisé** (Lane, 2005). En fait, la question centrale concerne la nature du processus par lequel les changements de gouvernance s'opèrent et ceux-ci sont inscrits dans des structures institutionnelles locales. **De façon à apprécier pleinement l'importance de la transformation de la gouvernance d'entreprise, nous devons nous appuyer sur l'explication du changement institutionnel** avancée par un bon nombre de travaux d'analyse institutionnelle (Aoki *et al.*, 2007; Morgan *et al.*, 2005).

La première génération de l'analyse des institutions s'est plutôt concentrée sur la stabilité et la persistance des arrangements institutionnels. Les spécificités institutionnelles, mais surtout la complémentarité entre les institutions, sont appréhendées comme les notions-clés des analyses en termes de modèles nationaux de capitalisme. Quant à la seconde génération de travaux, elle est engendrée par l'approche plus dynamique qui s'intéresse au changement institutionnel. Ces nouvelles voies de recherche redéfinissent le cadre d'analyse afin d'expliquer comment et pourquoi le système institutionnel passe de l'état stable à un autre.

En effet, le diagnostic sur la réalité de la transformation des systèmes de gouvernance diffère selon des approches institutionnalistes. Certains travaux mettent en avant la convergence tandis que d'autres soulignent au contraire leur diversité persistante. **Or, les approches centrées sur les interactions entre les nouvelles et les anciennes institutions peuvent apporter une autre perspective à la question du changement de gouvernance. Au-delà de la convergence vers un modèle unique ou du maintien de particularités immuables, nous nous pencherons sur l'invention d'une nouvelle forme de gouvernance résultant d'un processus d'hybridation.**

## 1.2. Les conceptions de l'institution

La notion d'institution dans la littérature économique et sociologique est par nature polysémique. Selon les approches et les domaines dans lesquels elle est employée, les institutions peuvent être à la fois considérées comme des conventions, des règles, des normes, des habitudes, des structures ou organisations de marché, etc. Nous allons maintenant présenter quelques définitions de l'institution afin de comprendre les significations et ses caractéristiques dans les principaux courants de l'économie.

La définition la plus couramment citée aujourd'hui est celle proposée en 1990 par North : “ *institutions are the rules of the game in a society, or more formally, are the humanly devised constraints that shape human interaction*”(p.3). Pour lui, l'institution réduit l'incertitude en fournissant une structure à la vie quotidienne. Elle se compose des contraintes

formelles (comme les lois et les constitutions) et des contraintes informelles (comme les normes de comportement et des conventions) (1994).

Depuis les travaux pionniers de North, nous pouvons distinguer deux types d'approches contemporaines des institutions : d'une part, les approches focalisées sur une définition formelle de l'institution et d'autre part celles qui proposent une définition informelle.

Dans une perspective générale, les institutions formelles sont souvent interprétées comme des règles explicites ou codifiées, en particulier si elles sont imposées par l'État tandis que les institutions informelles sont plutôt implicites et respectées de façon interne par les membres du groupe concerné (Milgrom, North et Weingast, 1990). Dans l'analyse d'Edquist et Johnson (1997), les institutions sont définies comme *“un ensemble d'habitudes, de normes, de routines, de pratiques établies, de règles ou de lois qui règlent les relations et les interactions entre les individus, les groupes et les organisations”* (p.46). Cette analyse cherche en effet à mettre en valeur l'influence des institutions de manière informelle sur le comportement individuel. Les auteurs s'intéressent au rôle des institutions qui peuvent réduire l'incertitude en fournissant les informations nécessaires aux acteurs et en réglant des conflits entre acteurs ou groupes. La définition des institutions que présente Schotter (1981) s'inscrit dans le cadre de la théorie des jeux. Les institutions sont interprétées comme « règles du jeu » ou « la façon dont le jeu est joué » et ces institutions résultent des choix des individus. Les institutions apparaissent donc pour régler les problèmes économiques récurrents auxquels font face les membres de la société. Cette définition signifie qu'une obligation de se conformer à une règle et cette notion de règle est plus forte que les institutions informelles chez Edquist et Johnson. Nelson (1995) présente aussi une définition des institutions. Pour lui, l'institution est *“un complexe de valeurs, normes, croyances, significations, symboles, coutumes et standards socialement assimilés et partagés qui délimitent l'ensemble des comportements attendus et acceptés dans un contexte particulier”*(p.33). Dans cet esprit, la notion d'institution ne renvoie pas nécessairement aux éléments formels. Dans l'approche hayekienne (1973), le concept d'institution est étroitement lié aux notions d'ordre et de règle. Pour la théorie de la régulation (Boyer, 2004), les institutions sont considérées comme « codifications de rapports sociaux fondamentaux ». Les nombreux travaux des régulationnistes cherchent à expliquer notamment le rôle du politique et du droit dans l'émergence des formes institutionnelles.

D'après North (1990), les contraintes informelles désignent les normes sociales et les conventions qui contraignent les individus dans la poursuite de leurs objectifs ou buts individuels ainsi que les extensions, les élaborations et les modifications des règles formelles. Les codes éthiques tels que les croyances religieuses peuvent également être considérées comme des contraintes informelles. Mais puisque les institutions informelles renvoient à un cadre large, elles traitent le processus du changement institutionnel de façon différente les unes des autres. Cela peut créer une confusion lorsqu'on essaie de comparer la manière dont les différentes théories sur le changement institutionnel conçoivent le rôle des contraintes informelles. En d'autres termes, leur fréquence de changement peut être interprétée de façon différente : certaines institutions peuvent changer rapidement alors que d'autres ne le peuvent pas.

Certaines analyses trouvent important de distinguer les règles exogènes du jeu (contraintes pour les comportements des agents économiques, en suivant North) de l'équilibre provenant d'une solution endogène au jeu (Aoki, 2001; Greif, 1993, 1994). Dans les modèles exogènes, les institutions sont appliquées par des tierces parties. Ces modèles présentent l'inconvénient de laisser planer une incertitude concernant l'origine du pouvoir d'application des parties tiers et la raison qui les incite à imposer les règles. En revanche, l'approche d'Aoki (2001) qui conçoit les institutions comme *“un système de croyances partagées s'auto-entretenant sur la manière dont un jeu est mis en œuvre”* (p.26), nous fournit des explications sur les questions de l'application des règles. En effet, cette approche accorde une place centrale au rôle de la croyance commune qui permet aux joueurs de se coordonner, conduisant à la convergence vers un équilibre. Les institutions sont une représentation sommaire des traits invariants et saillants d'un chemin d'équilibre, perçus par la quasi-totalité des agents comme pertinents pour leurs propres choix stratégiques. Dans cette vision en termes d'équilibre, chaque agent est contraint par des règles exogènes du jeu mais aussi par des règles du jeu endogènes qui reflètent les stratégies des autres joueurs et l'ensemble des actions possibles des agents. De même, Calvert (1995) note que *“There is only rational behavior, conditioned on expectations about the behavior and reactions of others... “Institution” is just a name we give to certain parts of certain kinds of equilibria”*(p.22-23) Ainsi, les institutions apparaissent comme des résultats d'équilibre endogène reflétant les interactions stratégiques des agents.

### 1.3. De l'institutionnalisme traditionnel aux trois branches du néo-institutionnalisme

Le rôle des institutions dans le fonctionnement des économies a été largement évoqué dans les dernières années. Ce renouvellement des discussions sur les institutions tient en grande partie à la prise en compte de l'importance des institutions sur les phénomènes économiques et aussi au refus des hypothèses de l'équilibre général où les décisions économiques des agents sont fixées seulement par un ensemble de prix. Ces orientations de recherche se sont développées d'une part, avec l'apparition de l'institutionnalisme au début du vingtième siècle aux Etats-Unis, dans la lignée de Veblen et de Commons, et d'autre part, avec le regain d'intérêt pour la question des institutions dans les années 1970.

L'institutionnalisme traditionnel (ou américain) trouve ses racines dans l'école historique allemande. Influencé par l'historicisme, le darwinisme et la philosophie pragmatiste, les institutionnalistes s'intéressent aux analyses qui s'appuient sur l'observation des faits réels et aux évolutions de la société et de l'économie. La vision des institutionnalistes s'est construite sur un rejet des hypothèses de l'analyse néo-classique selon laquelle le comportement des agents économiques s'explique dans un système statique et socialement neutre. Au contraire, les institutionnalistes restent convaincus qu'un système économique doit être conçu comme un processus dynamique et un produit historico-culturel. Les institutionnalistes mobilisent principalement la méthode inductive tandis que la théorie économique standard utilise l'inférence déductive. Par ailleurs, la conception du comportement humain dans les analyses institutionnalistes, directement inspirée du pragmatisme, conduit à expliquer les processus économiques et les configurations institutionnelles existantes. Les travaux de Veblen, par exemple, se sont beaucoup orientés vers des approches en termes de comportement humain. La relation entre l'action individuelle et l'action collective s'expliquent à partir des comportements et des motivations humaines. Du point de vue institutionnaliste, les individus sont intégrés dans des contextes sociaux. Par conséquent, leurs actions et leurs pensées sont socialement formées et influencées par le comportement des autres. Les individus sont considérés comme rationnels au sens où ils peuvent poursuivre leurs intérêts et transformer leur situation. Cela fait ressortir en effet le rôle des institutions et des règles sociales qui contrôlent l'action individuelle. Selon Commons, les institutions sont *“les actions collectives qui contrôlent, libèrent et étendent le champ de*

*l'action individuelle*”(Picard et Rodet-Kroichvili, 2002, p.6) et il a distingué les institutions informelles (la coutume) des institutions formelles (l'État, l'entreprise, les tribunaux). D'après Veblen, les institutions se définissent comme “*habitudes de pensées communes à la majorité des personnes*”(Bazzoli et Dutraive, 1998, p.13). En somme, pour les institutionnalistes, “*les institutions sont en même temps des contraintes et des ressources pour l'action. Les institutions donnent de la cohérence et de la stabilité aux activités humaines en produisant et reproduisant les habitudes de pensée et d'action, en définissant des règles du jeu stables pour les transactions qui sont toujours conflictuelles*” (Bazzoli et Dutraive, 1998, p.15).

Cependant, la pensée institutionnaliste traditionnelle a connu un déclin jusqu'à ce qu'un regain d'intérêt sur le rôle des institutions dans la coordination économique renaisse (néo-institutionnalisme), sous l'impulsion notamment des travaux de Coase<sup>36</sup>, Williamson et North. Au milieu du XX<sup>ème</sup> siècle, le champ d'analyse des institutionnalistes traditionnels a été perturbé par le développement de l'équilibre général walrassien selon lequel les mécanismes du marché jouent un rôle régulateur en conduisant à un équilibre optimal du système économique, alors que les autres formes institutionnelles sont plutôt des obstacles à l'équilibre du marché.

Par opposition à l'institutionnalisme traditionnel, le néo-institutionnalisme, formé dans les années 1970, s'enracine dans l'école néo-classique. Alors que la structure institutionnelle détermine la définition de l'efficacité économique pour les institutionnalistes traditionnels, l'efficacité économique génère la trame institutionnelle d'un système économique pour les néo-institutionnalistes. Ces derniers regroupent un ensemble de travaux hétérogènes qui ont pour but commun de reconnaître l'importance des institutions et de renouveler l'analyse économique des institutions.

En effet, on retrouve trois grandes idées différentes qui revendiquent toutes le titre de néo-institutionnalisme : l'institutionnalisme historique (IH), l'institutionnalisme des choix rationnels (ICR ou RAT) et l'institutionnalisme sociologique (IS). Cette classification est construite par Hall et Taylor (1997) pour la science politique à partir de deux questions qui

---

<sup>36</sup> Si ce retour à la redécouverte du rôle des institutions a germé à partir de 1970, nous trouvons son acte de naissance dans la littérature de Coase (1937) qui est fondateur du concept de coût de transaction. Pour Coase, le marché implique trois types de coûts de transaction : la découverte des prix adéquats, les coûts de négociation et de conclusion d'un contrat, et les coûts de passation d'un contrat.

sont concernées pour toute analyse économique qui cherche à mettre en valeur le rôle joué par les institutions dans les activités économiques : « Comment construire la relation entre institution et comportement ? » et « Comment expliquer le processus par lequel les institutions naissent ou se modifient ? » (p.469).

Pour répondre à la première question, deux axes sont proposés. Le premier oppose la « perspective calculatrice » et la « perspective culturelle ». La perspective calculatrice, au fondement de l'institutionnalisme des choix rationnels, privilégie les aspects des comportements des acteurs individuels qui sont stratégiques et instrumentaux. L'idée est que les individus adoptent un comportement stratégique pour maximiser leurs bénéfices et qu'ils adaptent leurs stratégies en fonction des comportements des autres acteurs. Dans ce contexte, les institutions affectent les comportements de chaque individu en fournissant les informations concernant le comportement des autres et réduisant ainsi l'incertitude. Au contraire, la perspective culturelle, au fondement de l'institutionnalisme sociologique, s'intéresse plutôt au comportement routinier. Elle souligne que la vision du monde propre à l'acteur influence le comportement humain et que les individus tendent à faire appel aux formes organisationnelles, aux routines, ou encore aux conventions, etc. pour atteindre leurs objectifs. De ce point de vue, les institutions sont des *“modèles moraux ou cognitifs permettant l'interprétation et l'action... Non seulement les institutions fournissent des informations utiles d'un point de vue stratégique, mais elles affectent aussi l'identité, l'image de soi et les préférences qui guident l'action”* (p. 473).

Le deuxième axe renvoie à l'opposition de la coordination et du conflit. L'institutionnalisme historique se démarque des autres institutionnalismes du fait que cette école considère l'institution comme une forme de régulation des conflits associés au comportement stratégique des agents dans les limites données par les asymétries de pouvoir. En ce sens, le rôle des institutions est de fournir des visions du monde (qui façonnent les préférences et influencent la décision) et de réguler les conflits. En particulier, la théorie de l'institutionnalisme historique porte attention à la manière dont les institutions distribuent inégalement le pouvoir entre groupes sociaux. En revanche, l'institutionnalisme des choix rationnels et l'institutionnalisme sociologique tiennent l'institution pour une solution à des problèmes de coordination.

**Tableau 3.1 : Trois institutionnalismes**

	IH	IR(RAT)	IS
Principes fondamentaux	Perspective calculatrice et asymétries de pouvoir	Perspective calculatrice et asymétries d'information	Perspective culturelle et apprentissage
Comportement des agents	Comportement stratégique dans les limites données par les asymétries de pouvoir	Comportement stratégique	Comportement routinier
Rôle des institutions	Fournir des visions du monde qui façonnent les préférences et influencent la décision, réguler les conflits	Réduire l'incertitude et faciliter la coordination	Fournir des modèles moraux ou cognitifs pour l'interprétation et l'action
Changement institutionnel	Rendu possible par la crise	Possible si les institutions deviennent inefficaces	Difficile en raison de la dimension « culturelle » ; par apprentissage et sélection

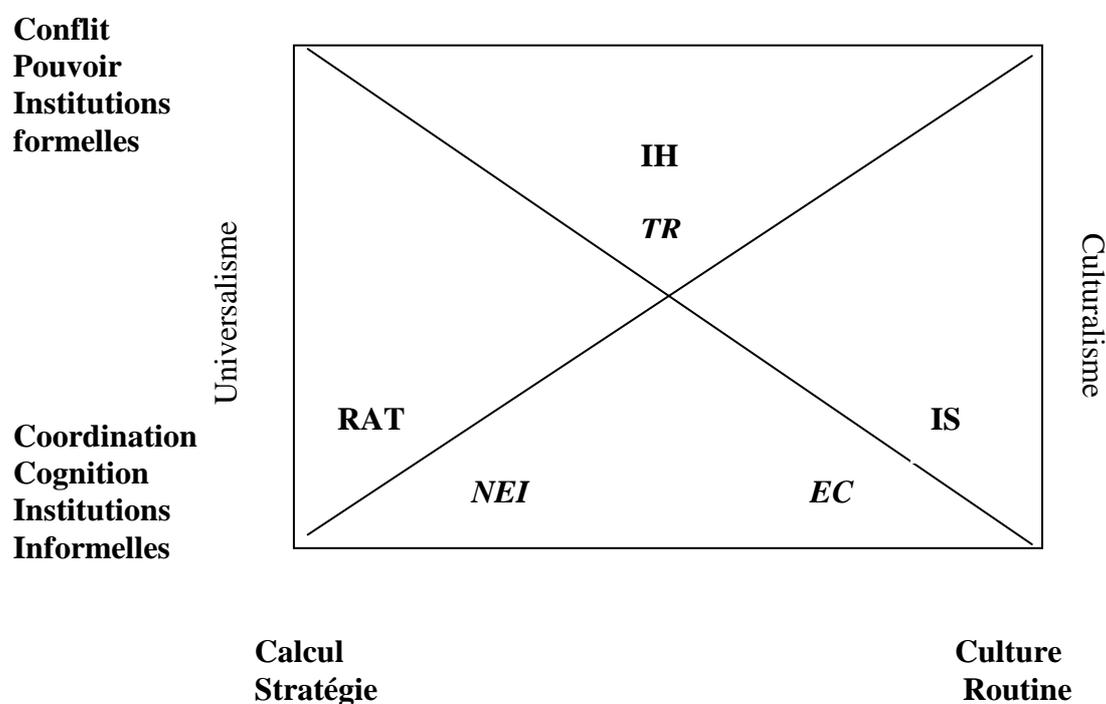
Source : Amable (2003, p.378)

Venons-en maintenant à la manière dont les trois institutionnalismes conçoivent le processus du changement institutionnel. Il est possible de supposer qu'ils le traitent de façon différente les uns des autres. Quant à l'institutionnalisme des choix rationnels, un changement institutionnel est possible si les institutions deviennent inefficaces. Dans l'approche de l'institutionnalisme sociologique, un changement institutionnel n'est pas clairement expliqué mais ce changement paraît être difficile en raison de la dimension culturelle. De son côté, pour l'institutionnalisme historique, un changement institutionnel en tel ou tel domaine renvoie directement à une économie politique (Amable, 2005). Les formes institutionnelles émergent comme étant le produit inintentionnel d'un compromis politique. En d'autres termes, les institutions sont le produit de processus historiques concrets, particulièrement ceux marqués par des dynamiques conflictuelles. Un changement institutionnel est donc possible quand le conflit social ne peut pas être réglé par l'institution existante. Le processus de transformation institutionnelle peut aller jusqu'à la crise du système économique.

L'approche de Théret (2000), qui s'inscrit dans la continuité des recherches effectuées par Hall et Taylor (1997), montre que la typologie en trois classes se trouve dans toutes les

sciences sociales, notamment en économie, en science politique et en sociologie. Si nous nous intéressons aux trois institutionnalismes en économie, la nouvelle économie institutionnelle de Williamson (NEI) se trouve en l'institutionnalisme des choix rationnels alors que l'économie des conventions (EC) se situe en l'institutionnalisme sociologique et la théorie de la régulation (TR) est présentée en l'institutionnalisme historique. En combinant les deux axes : approche par le calcul/la culture, conflit/coordination, l'auteur présente la configuration des trois institutionnalismes dans la figure 3.1, où les institutionnalismes en trois grands courants se différencient les uns des autres. L'institutionnalisme sociologique s'oppose à l'institutionnalisme des choix rationnels en refusant la rationalité instrumentale et stratégique pour expliquer les comportements des individus, mais ils se rejoignent dans leur manière de voir l'origine de l'institution comme un problème de coordination. L'institutionnalisme historique s'oppose à la fois à l'institutionnalisme des choix rationnels et l'institutionnalisme sociologique en restant dans le terme de régulation des conflits entre des acteurs inégaux possédant des intérêts divers et se situe relativement au milieu entre le calcul et la culture.

**Figure 3.1 : Trajectoires paradigmatiques dans le champ des institutionnalismes**



Source : Théret (2000, p.61)

Globalement, nous pourrions dire que le néo-institutionnalisme considère les institutions comme « une règle de jeu » ou « un facteur d'ordre » qui définissent les cadres où se déploient les activités économiques. **L'approche retenue pour cette thèse et notre problématique relève d'un institutionnalisme historique qui insiste sur la dynamique institutionnelle. On rejoint aussi l'institutionnalisme traditionnel qui remet en cause la théorie néo-classique et qui cherche à expliquer le comportement des agents dans un système économique intégré dans un contexte historique et social. Ce choix se justifie par le fait que nous étudions des processus dynamiques de transformations de la gouvernance fortement conditionnée par le contexte institutionnel. Cela nous permet de saisir la possibilité d'un processus d'hybridation qui n'est pas un simple phénomène statique mais un processus d'adaptation continue à un environnement institutionnel.**

## **2. L'hybridation et les transformations de la gouvernance**

**Nous posons comme hypothèse générale que de nos jours de nouveaux modèles de gouvernance sont en train d'émerger par hybridation. Autrement dit, les nouvelles institutions s'accommodent et s'adaptent à la logique du système préexistant.** Dans un premier temps, nous présenterons le processus d'hybridation, puis dans un second temps, nous mobiliserons les différentes conceptions du changement institutionnel qui servent de référence pour notre appréhension d'une hybridation.

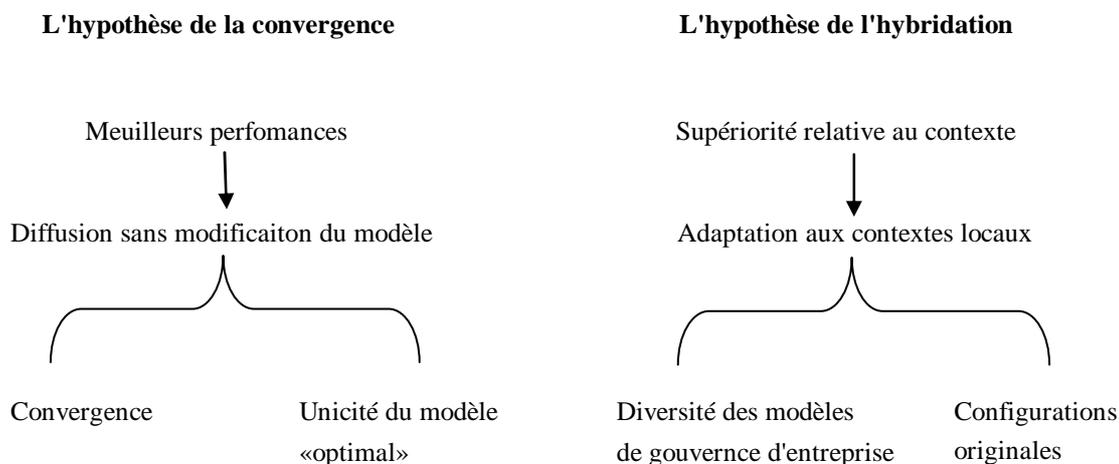
### **2.1. Le processus d'hybridation : l'émergence d'un modèle original**

La vision d'une «*one best way*» implique qu'il existe un seul modèle optimal de gouvernance d'entreprise, quel que soit le contexte ou la période. Les entreprises et les pays doivent ainsi converger vers les meilleures pratiques de gouvernance s'il n'existe pas des obstacles politiques ou économiques considérées comme irrationnels (Carlin, 2008). Or, la reconnaissance relative de l'efficacité supérieure d'un système ouvre la porte à une coexistence de modèles distincts parce qu'ils sont adaptés à des contextes différents, au point

que les trajectoires divergentes peuvent déterminer la transformation de gouvernance (Boyer, 2004). C'est dans ce contexte que l'hypothèse de l'hybridation devient importante, non seulement comme une simple adaptation à court terme au contexte différent mais comme un principe de transformation des modèles de gouvernance en interaction avec les systèmes sociaux et économiques qui sont dissemblables de ceux dans lesquels ils se sont développés.

L'hybridation se réfère aux “*ways in which forms become separated from existing practices and recombine with new forms in new practices*” (Pieterse, 1994, p.165) Dans les études portant sur la diffusion des stratégies de production américaine après la Seconde Guerre mondiale, Zeitlin et Herrigel (2000) utilisent le terme « hybridation » pour désigner des expériences de diffusion dans lesquels des modèles originaux ont été adaptés aux conditions locales aux pays européens et au Japon. Dans ce contexte, l'hybridation n'est pas considérée comme un concept neutre mais plutôt, comme un processus qui est l'essence de l'histoire dans lequel les différents acteurs, de façon active modifient les modèles importés afin de les servir pour leurs objectifs. L'enjeu est donc l'apparition de nouvelles formes d'institutions par le jeu des stratégies d'acteurs. De fait, la notion de l'hybridation fait ressortir que l'adaptation des modèles est supposée engendrer une profonde incertitude qui peut donner naissance à des innovations quand les modèles implantés se heurtent aux institutions locales.

De son côté, la théorie de la régulation souligne que l'hybridation constitue une forme importante du changement institutionnel. Boyer (2004c) définit l'hybridation comme étant “*le processus largement inintentionnel à travers lequel les tentatives d'imitation et d'implantation d'une institution ayant fait les preuves de son effectivité dans un autre espace débouchent sur une configuration originale*” (p.29). En effet, ce mécanisme met l'accent sur la caractéristique intermédiaire entre l'imitation pure et l'innovation radicale. Ainsi **la notion d'hybridation que nous retenons pour notre thèse n'est pas simplement une position intermédiaire entre les deux modèles** (par exemple entre le modèle *insider* et *outsider*) **mais renvoie à une nouvelle configuration de gouvernance qui se distingue de la convergence.**

**Figure 3.2 : Processus de la convergence vs de l'hybridation**

Source : modifié de figure de Boyer *et al.*, (1998, p.26)

Dans les travaux de Boyer *et al.* (1998) et de Boyer (2001), les auteurs effectuent une combinaison d'analyses historiques longues et de comparaisons internationales de la transplantation de l'industrie de l'automobile et montrent l'hybridation entre les modèles sur des espaces différents : l'importation du fordisme au Japon et en Europe qui a pris une forme altérée et a conduit à l'émergence de configurations originales. De même, Chavance (1998) et Labrousse (2002) appliquent ce terme au cas de l'Allemagne de l'Est : la transformation des institutions formelles en Allemagne de l'Est repose sur l'imitation du modèle de l'Allemagne de l'Ouest tandis que les institutions informelles sont le résultat du système communiste. Par conséquent, la transplantation des systèmes institutionnels et organisationnels de l'Allemagne de l'Ouest en Allemagne de l'Est, débouche sur de nouvelles configurations. En fait, l'idée principale est que les institutions imitées et importées sur un espace différent et/ou une société différente prennent l'hybridation des formes anciennes du fait de son adaptation dynamique aux règles et aux pratiques en place. Le changement institutionnel est caractérisé par une grande incertitude et un mouvement aléatoire. Les acteurs en place ont donc tendance à changer de façon progressive les pratiques existantes par une série d'essais et d'erreurs. Au cours de l'émergence de la nouvelle logique, les acteurs l'essaient avec prudence, ils prennent par exemple l'initiative d'utiliser une institution importée en l'adaptant à leur contexte social et économique différent. En cas de succès, ils élargissent le champ d'application du changement par hybridation des anciennes formes et des nouvelles configurations. Les pressions internes et externes et les opportunités suscitent en effet le processus d'hybridation.

Le processus similaire de diffusion du modèle américain est récemment observé dans le mode de gouvernance. Höpner (2001) montre des évolutions majeures dans le système allemand (dans la relation entre les actionnaires et dirigeants) qui sont liées à la propagation des principes nouveaux de la valeur actionnariale. Dans cette nouvelle orientation, le rôle des représentants des banques (*house banks*) est affaibli, ce qui a assuré le financement à long terme. Les prises de contrôle hostiles commencent à se développer. Par conséquent, les pratiques de codétermination sont considérablement redéfinies en accord avec l'objectif de valeur actionnariale. Dans le cas de l'Allemagne, l'idée de la maximisation du profit pour l'actionnaire a été explicitement soutenue par les fonds de pension américains comme Calpers, puis par les associations des actionnaires destinées à promouvoir les conditions d'un activisme actionnarial. Néanmoins, il affirme que l'application du modèle américain ne serait que transitoire puisque des adaptations à long terme initient un processus d'apprentissage et d'innovation livrant un modèle susceptible d'être très différent de la référence américaine. De même, l'analyse menée par Boyer (2005) permet de montrer que la convergence du modèle allemand de gouvernance est loin d'être affirmée. Au contraire, le processus de confrontations de phénomène international (la valeur actionnariale, la finance de marché) entre la nature des formes institutionnelles locales (la résilience des institutions liées au rapport salarial), conduit à l'hybridation du mode de gouvernance: l'adoption partielle de la valeur actionnariale en consolidant les droits de participation des salariés, le régime financier mixte et la décentralisation de codétermination. L'optimisme du transfert identique d'un modèle de gouvernance d'un pays à l'autre est démenti par cet exemple.

Selon Boyer (2005), le concept d'hybridation rejette d'une part, l'hypothèse de déterminisme économique du modèle optimal (la prise en compte de la complexité institutionnelle) et d'autre part, celle de déterminisme social selon lequel les pratiques ne peuvent être transférées au travers le contexte social. La réalité des pratiques de gouvernance dans les entreprises est l'expression des degrés variés de l'hybridation institutionnelle. Elles se composent d'une variété d'institutions interconnectées: couplés de certaines caractéristiques des économies libérales de marché et de certaines caractéristiques des économies de marché coordonnées. Le résultat de l'hybridation serait donc dépendant de compromis institutionnels entre les acteurs concernés: les managers, les actionnaires, les salariés, les fournisseurs, les politiciens, etc., au niveau de la gestion d'une entreprise par exemple.

**L'adaptation et l'insertion d'un modèle de gouvernance dans des contextes différents peuvent durablement impliquer une pluralité de modèles coexistants au-delà de l'apparition d'une copie conforme d'un quelconque modèle qui a montré sa pertinence ailleurs.** Les nouveaux arrivants vont créer les nouvelles institutions officielles qui sont considérés étranges et déviantes au départ. La vitesse avec laquelle les nouvelles institutions remplacent les anciennes règles dépend de la façon dont elles sont liées les unes aux autres. Si les nouvelles institutions sont créées sans détruire complètement les institutions existantes, les deux peuvent coexister sur long terme. Contrairement aux nouveaux acteurs, les acteurs existants en place aperçoivent de façon plus subtile le changement institutionnel. Par exemple, il serait possible qu'ils tentent d'adapter progressivement les institutions existantes au lieu de les abandonner pour servir les nouveaux objectifs ou fonctions. Ce processus qui se déploie sur le temps long, ouvre donc la possibilité d'une conversion des anciennes institutions sous la pression d'un changement de l'environnement. Par contre, ce mouvement peut convenir aux nouveaux arrivants puisqu'ils peuvent utiliser les institutions existantes à leurs propres fins. **Cela suggère que la transplantation d'un mode de la gouvernance d'entreprise d'un espace à un autre n'est pas une simple imitation mais qu'elle fournit l'occasion d'une réorientation du modèle de gouvernance.**

## **2.2. Les différentes conceptions du changement institutionnel**

Cette sous-section a pour objectif de présenter les théories du changement institutionnel qui permettent de constituer notre hypothèse de l'hybridation. Comme nous l'avons déjà mentionné, les institutionnalistes ne partagent pas la même vision de ce qu'est une institution. Il en découle que ces différentes définitions conduisent à des vues diverses concernant les changements institutionnels. Nous commencerons par l'explication de fonctionnalistes qui traite l'évolution des institutions comme dérivant d'un unique processus reposant sur l'efficacité. Les arguments politiques soulignent que les institutions évoluent en réponse à l'action collective par la négociation stratégique politique. Dans les perspectives historiques et de type *path dependence*, l'accent mis sur l'histoire explique des divergences persistantes entre les modèles du capitalisme. Les approches de l'analyse comparative historique attirent l'attention sur les sources endogènes et la continuité des institutions. La notion de la complémentarité des institutions contribue à expliquer l'interconnexion entre les institutions qui se renforce mutuellement et qui limite les possibilités de convergence.

### 2.2.1. Le principe d'efficacité

L'approche fonctionnaliste avance l'hypothèse que les institutions sont définies comme assurant les besoins au fonctionnement de la société. On a besoin par exemple de droits de propriété pour établir un contrat, de la loi sur les faillites et du tribunal de commerce pour renforcer les contrats, du gouvernement pour fournir les biens publics et les infrastructures, etc. Cette hypothèse conduit à considérer qu'une institution qui n'est pas absolument nécessaire devrait disparaître puisque la raison d'être des institutions est leur utilité pour chaque besoin. Dans cette perspective, le changement institutionnel vient essentiellement de la nécessité de répondre au changement environnemental qui diminue l'efficacité des institutions existantes.

La théorie des coûts de transaction souligne que les problèmes liés aux coûts de transaction sont induits par la rationalité limitée des agents et le comportement opportuniste (Williamson, 2000). Selon cette approche, certains arrangements institutionnels peuvent augmenter l'efficacité et minimiser les opportunités liées aux échanges des relations entre les acteurs de manière plus efficace que d'autres. Elle suppose que les formes institutionnelles les plus efficaces devraient apparaître pour réduire les coûts de transactions de manière optimale. Ce courant ne s'intéresse pas au processus du changement institutionnel puisque le résultat est supposé déterminé : l'émergence des institutions les plus efficaces. Implicitement, le changement institutionnel apparaît comme étant un processus évolutionnaire par lequel des modes d'organisation inefficaces sont rejetés (Alchian, 1950). Les institutions efficaces survivent et sont imitées parce qu'elles permettent de réaliser des bénéfices. Par exemple, si le changement d'une technologie de production rend les institutions existantes inefficaces, de nouvelles formes institutionnelles plus efficaces vont les remplacer.

Hayek (1973) défend également l'idée qu'un changement institutionnel s'explique par une approche évolutionnaire basé sur le mécanisme de sélection. Les règles de conduite, c'est-à-dire les institutions, évoluent car celles qui sont efficaces remplacent celles qui ne le sont pas. En conséquence, la façon de penser et le comportement des agents économiques sont influencés par des règles qui évoluent par le processus de sélection et qui sont le produit de l'expérience des générations. Certaines de ces règles sont formalisées et continuent d'évoluer vers des formes optimales.

L'analyse fonctionnaliste pose néanmoins d'importants problèmes théoriques. D'une part, **l'existence des institutions ne peut pas forcément résulter de la réponse aux besoins des individus ou de la société.** D'autre part, **cette approche présente un pouvoir explicatif très limité, notamment lorsqu'on cherche à comprendre la diversité des arrangements institutionnels ou la persistance des institutions considérées inefficaces.** Depuis quelques années, des forces puissantes se sont constituées, dont certaines sociétés, qui vont dans le sens d'une construction la norme financière de création de valeur actionnariale : c'est le modèle anglo-saxon. Il apparaît que le système traditionnel de la gouvernance d'entreprise fondé sur les relations interpersonnelles – dominant en Asie et en Europe continentale –, est moins bien adapté aux effets de la globalisation que le modèle anglo-saxon (OCDE, 2003, 2005). Dans une logique d'efficacité, la résistance de ces systèmes constitue un paradoxe. On devrait s'attendre à trouver une transformation en profondeur : passer d'un système de relations interpersonnelles à un mode de gouvernance jugé plus efficace du modèle anglo-saxon. Pourtant, peu d'éléments permettent de conclure à la réalité d'un tel processus dans le monde entier car de nombreux modèles restent attachés à la préservation des composants de l'ancien système malgré la pression de divers éléments. Ce qui signifie d'ailleurs que l'évolution **d'un système de la gouvernance ne peut pas résulter de la transposition directe des meilleures pratiques.** Selon Charreaux *et al.* (1999), *“Aucun système de gouvernance n'est indépendant de son contexte... L'efficacité est nécessairement contingente. Ce qui signifie d'ailleurs qu'on peut parvenir à une performance équivalente avec des systèmes très différents”* (p.112).

Contrairement aux idées des approches fonctionnalistes selon lesquelles le critère d'efficacité est essentiel pour déterminer la viabilité et le succès d'une institution, les institutions inefficaces peuvent survivre longtemps puisque les acteurs impliqués dans le changement institutionnel disposent d'une certaine résistance pour générer les nouvelles règles du jeu (Olson, 1971). Les travaux d'Acemoglu et Robinson (2000, 2001), au sujet des problèmes des accords auxquelles fait face le gouvernement, montrent bien une résistance au changement de la part de certains acteurs habitués à fonctionner avec des institutions existantes. Les groupes d'intérêt solidement ancrés dans leurs positions, qui bénéficient des rentes générées par les institutions existantes, sont l'une des forces qui s'opposent à la réforme. En effet, on aurait pu imaginer que les élites qui ont un intérêt de maintenir leur pouvoir avec les institutions inefficaces, ne voudraient pas renoncer à leur pouvoir, puisque les gagnants du changement institutionnel ne fournissent pas des compensations aux perdants.

Dans ce cas, les institutions inefficaces peuvent persister du fait d'un manque de coalition entre acteurs concernés.

De même North (1994) reproche à l'hypothèse de sélection des institutions en fonction de leur efficacité : *“Institutions are not necessarily or even usually created to be socially efficient; rather they, or at least the formal rules, are created to serve the interests of those with the bargaining power to create new rules”* (p.360-361). Cet auteur écarte ainsi explicitement l'approche par l'efficacité au profit d'une approche qui souligne le rôle instituant des institutions, dans le sens où elles définissent l'interaction entre les agents, livrant tout à la fois un système d'incitations et de contraintes, et des outils de réduction de l'incertitude associée aux comportements stratégiques qui permet la coordination.

### **2.2.2. La politique et l'action collective**

A côté de l'analyse en termes d'efficience, le rôle déterminant de l'intermédiation politique a été invoqué pour expliquer le changement institutionnel. Cette hypothèse conduit à considérer que l'évolution des institutions résulte de l'action collective dont les règles sont explicitement précisées par une entité politique, comme la communauté ou l'État. Les individus et les organisations sont impliqués et intéressés à l'action collective et à la négociation pour essayer de changer les règles pour leur propre bénéfice. Comme le note Alston (1996) *“Institutional change can be thought of as the result of supply and demand forces in a society. We can think of demanders as constituents and suppliers as the government ... Institutional change results from the bargaining actions of demanders and suppliers”* (p.26).

De nombreux travaux soulignent que le processus politique influence la façon dont l'économie est organisée (Campbell et Lindberg, 1991; Fligstein, 1990; Guillén, 1994; Perrow, 2002). La médiation politique et le pouvoir peuvent inhiber le développement de certains types d'arrangements économiques mais en faciliter d'autres. C'est la raison pour laquelle nous trouvons diverses formes de gouvernance : le modèle fondé sur les réseaux d'entreprises familiales à Taiwan, la structure des *chaebols* en Corée et des grandes entreprises liées entre elles par des participations croisées au Japon. (Hamilton et Biggart, 1988). Dans le même ordre d'idée, Roe (1993, 1994, 2003) met en avant que la structure de

l'actionnariat ainsi que les relations des investisseurs avec les autres parties prenantes au sein de l'entreprise, sont le fruit de la construction de coalitions politiques entre acteurs aux intérêts contradictoires.

Selon Libecap (1989), différentes configurations des droits de propriété (considérées comme des règles qui contrôlent les interactions tous les jours) sont les reflets de distribution différente du pouvoir. Les individus et les groupes s'engagent dans la négociation, le lobbying et l'action politique pour tenter de modifier les règles pour leur propre bénéfice. Libecap développe le concept de «*contracting*» pour désigner cette activité qui conduit au changement des règles. «*Contracting* » est lui-même un jeu gouverné par les règles de niveau supérieur (la politique). Par conséquent, les activités et les perceptions des acteurs ainsi que la médiation politique influencent l'orientation des changements des règles de niveau inférieur.

Ostrom (2005) utilise une approche en termes de la hiérarchie de règles. Elle distingue entre les « règles opérationnelles » (règles qui gouvernent les interactions tous les jours), les « règles de choix collectifs » (pour choisir les règles opérationnelles) et les « règles constitutionnelles » (pour choisir des règles de choix collectifs). Il peut y avoir des « méta règles constitutionnelles » qui sont des règles pour le choix des « règles constitutionnelles ». Afin d'analyser comment les règles sont formées à un certain niveau, Ostrom considère les règles de niveaux supérieurs comme étant fixées. Par exemple, lorsque les « règles opérationnelles » sont choisies, les « règles de choix collectifs » et les « règles constitutionnelles » sont conçues comme des variables exogènes. Chaque individu calcule les coûts et les bénéfices attendus d'un changement des règles et si une coalition minimum apparaît entre les acteurs, le changement institutionnel peut se produire. Une coalition minimum est déterminée par les règles de niveau supérieur : par exemple, dans une dictature, seul le dictateur peut constituer une coalition mais, dans une démocratie, elle se fait au sein de la majorité. La conception du changement institutionnel d'Ostrom dépend donc des règles de niveau supérieur et de la façon dont les individus perçoivent les effets probables d'un changement de règles.

Dans cette approche, le degré d'autonomie accordé aux acteurs politiques n'est pas le même. Tout d'abord, les acteurs politiques peuvent être considérés comme le simple reflet des intérêts de groupes particuliers de sorte que leurs intérêts individuels sont relativement peu importants et le processus politique reste essentiellement un champ de bataille dans lequel les

groupes d'intérêt luttent pour façonner les règles pour leur propre avantage. Ensuite, certains auteurs conçoivent le rôle des acteurs politiques de manière plus indépendante. Pour Kantor (1998), les groupes font du lobbying pour changer les règles formelles et les politiciens répondent aux demandes de leurs électeurs. Cependant, les politiciens ont aussi leurs propres objectifs et font face à d'autres contraintes politiques et constitutionnelles. Dans l'approche institutionnelle de Commons, le pouvoir judiciaire joue un rôle déterminant dans la création de nouvelles règles. Il examine la façon dont les règles sont créées et appliquées par divers groupes et organisations, en particulier par l'État (Kaufman, 2007). Commons souligne que si les règles existantes sont devenues inappropriées, les individus ou les organisations tentent de les modifier par voie judiciaire ou par la législation. Les tribunaux jouent donc un rôle clé dans la direction du changement institutionnel. Ce processus de «sélection artificielle» se différencie du processus évolutionnaire de «sélection naturelle» (Hodgson, 2004). Les acteurs politiques jouent donc un rôle déterminant dans le changement institutionnel. North (1981) montre que les règles formelles peuvent être construites par un prédateur dont l'objectif est de maximiser les recettes fiscales plutôt que la croissance économique. Les intérêts et les objectifs des gouvernements sont importants dans cette perspective même s'ils ne peuvent pas ignorer les menaces de rivaux potentiels.

Les littératures relatives au rôle de l'action collective dans le changement institutionnel accordent une attention particulière à la relation entre la politique et l'économie. Les sphères du politique et de l'économique sont interdépendantes. Par conséquent, les institutions économiques sont largement influencées par le contexte politique dans lequel elles opèrent (Campbell et Lindberg, 1990; Boyer, 1998). Selon cette perspective, les luttes politiques entraînent des changements dans le droit de propriété, dans le droit de la concurrence, puis les pratiques de la gouvernance, les relations inter-firmes et la trajectoire du capitalisme (Campbell *et al.*, 1990; Fligstein, 1990; Guillén, 1994; North, 1981). Mais inversement, la résilience du modèle de *insider* sous la pression de la globalisation, peut découler des efforts des puissants groupes d'intérêts pour maintenir le statu quo (Dore, 2000; Jacoby, 2005).

De même, certains travaux montrent que même si certains types d'arrangements institutionnels sont prévalents (par exemple, une forme particulière de gouvernance d'entreprise), de nouveaux types d'arrangements institutionnels peuvent apparaître (Best, 1990; Perrow, 2002). L'exemple américain montre que des petites entreprises des districts

industriels, qui ont dominé les industries textiles et de l'armement au cours des années 1800, ont finalement cédé la place aux grandes entreprises intégrées verticalement. Cette transformation implique souvent la médiation politique, les luttes pour le pouvoir et la corruption. Cet argument repose sur l'idée de la concurrence ou la tension entre les différents modèles institutionnels. (Djelic, 1998). Effectivement, le résultat des luttes de pouvoir est loin de garantir l'émergence des modèles institutionnels les plus efficaces. Cette hypothèse suggère une possibilité de remplacement des modèles efficaces par ceux peu efficaces via la médiation politique. (Perrow, 2002; Schneiberg, 2007). Telle est l'une des raisons pour laquelle plusieurs modèles institutionnels peuvent coexister pendant de longues périodes (Campbell *et al.*, 1990; Deeg et Jackson, 2007).

### 2.2.3. L'explication par la Path Dependence

Le terme *Path Dependence* est largement utilisé non seulement en économie mais également en sociologie et en science politique. Ce concept est étudié de façon très différente selon les disciplines. Les approches de *path dependence* mettent l'accent sur la séparation stricte entre l'innovation institutionnelle et la reproduction institutionnelle (Thelen, 2003). Plus précisément, cette approche s'enracine dans le modèle des équilibres ponctués qui affirment que les processus de changement reposent sur des périodes révolutionnaires et de changements radicaux. Le changement des institutions procède de manière non continue par courtes et brusques périodes d'innovations rapides suivies de longue période où les institutions évoluent peu ce qui permet une apparition de nouvelles institutions. Pour l'essentiel, la théorisation mobilisant ce concept considère qu'un seul choc exogène est un moteur d'une crise majeure, puis entraîne une évolution des institutions. Les institutions ne sont rien d'autre que les produits d'événements historiques spécifiques ou des moments décisifs, d'où apparaît une nouvelle reconfiguration de l'architecture institutionnelle. Le changement institutionnel est donc induit par un choc exogène qui perturbe les arrangements stables préalables et conduit à ouvrir une possibilité pour l'innovation institutionnelle. Ainsi, de nombreux chercheurs de ce courant soulignent la contingence au moment des innovations institutionnelles et suggèrent que les forces motrices derrière la création d'une institution particulière sont différentes par rapport à celles qui la soutiennent au fil du temps (Thelen, 2003).

Le terme de *path dependence* donne du poids à l'histoire. De nombreuses contributions sur ce terme ont fait apparaître l'importance de l'histoire dans la persistance de trajectoires. Cette conception est avancée par des travaux d'historiens économiques, notamment par ceux qui sont intéressés aux trajectoires technologiques. Nous trouvons par exemple, dans le cas du fameux clavier QWERTY, l'idée qu'une technologie peut continuer à se développer ou n'est pas remplacée par une technologie plus avantageuse pour des raisons d'inertie ou des coûts associés au changement. Si nous appliquons cette théorie à une entreprise, la notion de *path dependence* met en lumière le poids des choix du passé qui sont créés au fur et à mesure de l'histoire de l'entreprise. En d'autres termes, le comportement futur de l'entreprise dépend des décisions passées et cette dépendance par rapport aux choix antérieurs peut conduire à une situation de *lock-in* qui empêche l'utilisation d'une nouvelle technologie potentiellement supérieure ou le changement de mode de gestion face à un nouvel environnement.

Ce concept est largement repris par les travaux de science politique qui ont entrepris d'analyser les changements de politiques. De plus, l'hypothèse de *path dependence* a particulièrement retenu l'attention des chercheurs du néo-institutionnalisme dans l'analyse des institutions. Cette idée de *path dependence* appliquée à la politique et aux institutions permet de montrer pourquoi certaines réformes ne peuvent pas être acceptées et comment la politique et l'architecture institutionnelles sont contraintes par les poids de l'histoire ou du passé. La résistance de certaines classes au pouvoir et des politiques face aux pressions de changement, est un bon exemple de *path dependence*. Dans les recherches institutionnalistes, la persistance de trajectoires s'expliquent par des coûts d'apprentissage et donc des rendements croissants (Arthur, 1989; North, 1990). Dans le même ordre d'idée, les analyses portant sur la transformation de la gouvernance d'entreprises soulignent que la gouvernance a tendance à suivre la *path dependence* en raison du phénomène de *lock-in* et des coûts irrécupérables (Bebchuk et Roe, 1999). La présence des bénéficiaires privés à des groupes particuliers et des acteurs au pouvoir sont capables de bloquer ou déclencher le changement. Ainsi, l'adoption d'une nouvelle pratique peut être viable et acceptable uniquement à la condition qu'elle soit compatible avec d'autres pratiques déjà existantes ou si elle est supportée par des institutions en dehors de la firme. En définitive, le concept de *path dependence* est employé afin d'expliquer l'inertie de l'évolution des institutions et la persistance d'institutions existantes.

#### 2.2.4. La sédimentation et la conversion

A côté des hypothèses d'inertie institutionnelle, l'analyse comparative historique (IHC) a identifié les deux processus par lesquels les institutions évoluent de façon incrémentale (Thelen, 2003). Cette approche adresse en effet une critique aux traditionnelles argumentations en science politique et en économie politique, à savoir qu'elles négligent la continuité institutionnelle au cours de longues périodes et le changement «caché» dans les périodes d'apparente stabilité institutionnelle, par opposition avec la distinction entre la création institutionnelle et la reproduction institutionnelle. Si, dans le premier cas, le changement institutionnel est considéré comme une discontinuité et qu'il est déclenché par le choc exogène qui permet d'effacer ou déstabiliser les institutions existantes, dans le second, les arrangements institutionnels évoluent graduellement et la transformation de leurs formes et de leurs fonctions se fait sous l'impulsion d'un changement de ses objectifs, voire de l'adaptation aux autres institutions et du contexte. A la différence d'une approche en termes de *path dependence* et de rupture brutale des institutions, IHC nous présente deux manières dont les institutions peuvent changer progressivement. : il s'agit de la «sédimentation» institutionnelle et la «conversion» institutionnelle.

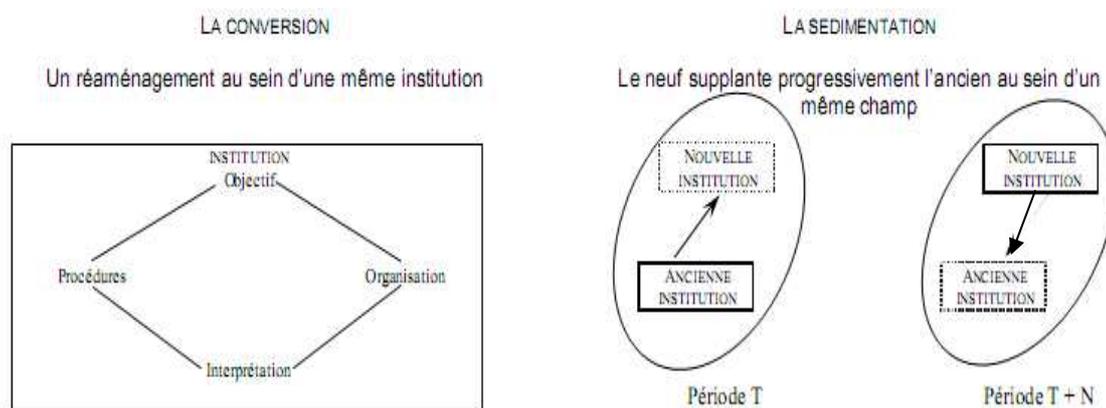
La «sédimentation» est un processus par lequel une nouvelle institution se superpose aux institutions existantes. Dans l'hypothèse d'une évolution de l'ordre institutionnel par sédimentation, les acteurs s'aperçoivent que leurs intérêts seraient mieux défendus en ajoutant de nouveaux principes ou de nouvelles pratiques aux anciennes institutions lorsque les acteurs anticipent les nouvelles institutions qui jouent un rôle important en dévalorisant les anciennes. En effet, l'évolution institutionnelle, par le processus de «sédimentation», est avancée par Schickler (Thelen, 2003) : ses recherches sur le Congrès des États-Unis illustrent un modèle de changement institutionnel qui combine des éléments de *lock-in* et d'innovation. Selon lui, l'évolution des institutions du Congrès se fait dans une logique de forte superposition de nouveaux arrangements sur les structures déjà existantes. La question de l'arrivée de nouveaux arrangements institutionnels dépend de l'adéquation d'une nouvelle institution aux autres institutions et au contexte. Certains aspects peuvent être bloqués comme le soulignent les théoriciens de *path dependence* : le manque de soutien pour une nouvelle institution ne permet pas de remplacer ou de compléter d'autres institutions devenues obsolètes ou inefficaces. Mais, dans le cas du Congrès dans le travail de Schickler, face à l'opposition des

innovateurs institutionnels, les nouvelles pratiques s'adaptent à la logique du système déjà existant au lieu de le démanteler. De la même façon, les régimes de retraite privés ont été ajoutés aux dispositifs de retraite par répartition dans certains pays (Boyer, 2004). Au fur et à mesure, le processus de sélection, en fonction d'un contexte local et historique, peut conduire à transformer radicalement les caractéristiques des systèmes de retraite. Ce mécanisme de « sédimentation » étant applicable à l'explication du changement institutionnel ouvre la voie à une divergence des trajectoires et implique aussi que le processus d'évolution institutionnel s'observe sur une longue période. Le recours au travail temporaire et aux contrats à durée déterminée, en lieu et place du système d'emploi à vie, au Japon est clairement interprété comme un vaste processus de « sédimentation » par Sako (2007). Le marché du travail au Japon a été marqué par son caractère dual, ce qui est considéré comme un facteur principal de la précarité des travailleurs non réguliers. Cependant, ce cercle a tendance à être bouleversé : le travail temporaire est devenu significatif dans le secteur des services mais également dans le secteur manufacturier en menaçant le système d'emploi à vie et le syndicalisme d'entreprise. Selon l'auteur, la proportion croissante de travailleurs temporaires contribue à la flexibilité de l'emploi d'une part et à la réduction des coûts de main-d'œuvre d'autre part. Au final, les changements institutionnels par « sédimentation » peuvent, dans certains cas, conduire au processus de « conversion » institutionnel que nous allons voir.

Une autre forme de changement institutionnel se fait par le processus de la « conversion » : une institution définie avec une série d'objectifs est redirigée vers d'autres fins. En d'autres termes, le processus de la « conversion » correspond à une situation où nous observons une recomposition interne des relations constitutives au sein d'une institution. Il n'est pas difficile d'identifier des exemples dans l'histoire économique. Dans le cas du Japon, la « conversion » incrémentale se retrouve dans la source de financement de capital-risque. Au contraire des États-Unis où la source de financement de capital-risque provient de fonds de pension ou d'investisseurs individuels, au Japon les banques et les compagnies d'assurance étaient les principales sources de financement de capital-risque. Pourtant, en raison de changements environnementaux et la création de nouveaux marchés boursiers en 1999 et 2000, le capital-risque a redéfini ses objectifs et ses fonctions fixés initialement qui faisaient partie des caractéristiques traditionnelles (financement relationnel) vers le financement basé sur le marché financier. Le cas de la formation professionnelle en Allemagne est un autre exemple de « conversion ». Elle a été initialement destinée à limiter la politique suivie par la direction social-démocrate du mouvement ouvrier mais elle a fini en définitive par devenir

une des origines de la force de ce mouvement vis-à-vis des employeurs. En fin de compte, le processus de « conversion » désigne une restructuration interne des objectifs et du contenu de l'institution en fonction du changement de l'environnement et de la stratégie des acteurs. Ce mécanisme suppose la dynamique du changement dans le sens où les acteurs qui n'étaient pas des participants à créer ou concevoir initialement une institution (même les acteurs exclus lorsqu'une institution est créée), peuvent trouver des opportunités en raison de la déstabilisation structurale, pour prendre en charge et rediriger ses objectifs. Boyer (2004) propose cinq facteurs en faveur de la « conversion » d'une institution interne et externe: les objectifs, la matérialisation de l'institution, les procédures, l'interprétation du jeu des acteurs et l'évolution du contexte. Les « conversions » institutionnelles sont présentées comme une conséquence de l'évolution d'au moins quatre composantes (l'évolution du contexte est considérée comme un facteur supplémentaire).

**Figure 3.3 : Résumé des mécanismes d'évolution des institutions dans IHC**



Source : Boyer (2004)

Les deux notions intéressantes (sédimentation et conversion) dans l'analyse du changement institutionnel fournissent un cadre assez explicatif mais les types de causes de l'évolution des institutions n'apparaissent pas nettement dans IHC.

### 2.2.5. Les complémentarités institutionnelles

La notion de complémentarité institutionnelle prend une place essentielle dans les travaux d'économie des institutions et de l'approche des variétés du capitalisme (Amable, 2005; Aoki, 2001; Boyer, 2004; Hall et Soskice, 2002). Comme nous l'avons vu dans le chapitre 1, la complémentarité institutionnelle signifie que chaque arrangement institutionnel dans un domaine est renforcé dans son existence ou son fonctionnement par d'autres arrangements institutionnels dans d'autres domaines.

Nous pouvons donner un exemple de complémentarité entre le marché du travail et la protection sociale : supposons qu'il y ait deux types de forme institutionnelle dans chaque domaine. Un marché du travail est flexible dans la mesure où la mobilité du personnel est facile ou rigide si la condition d'embauche est stricte. De même, deux types de systèmes de protection sociale sont également distingués. L'un se caractérise par de faibles charges sociales et de faible protection de l'emploi. L'autre est un système plus généreux où la protection des salariés est assurée par un haut niveau de protection sociale. Dans de telles conditions, la flexibilité du marché du travail peut être obtenue en raison de l'absence d'un système de protection sociale développé. A l'opposé, une forte protection sociale est un facteur de rigidité du marché du travail. En prenant un autre exemple, si la concurrence sur le marché des biens joue un rôle important, les firmes doivent s'adapter rapidement aux changements économiques et mobiliser leurs stratégies sous la pression de la concurrence. Dans ce contexte, la compétitivité des firmes est rendue possible grâce au marché du travail décentralisé qui favorise l'ajustement des firmes face à l'intensité concurrentielle. De même, un système financier fondé sur le marché permet une réaction rapide aux nouveaux marchés. Dans le cas de l'Asie, la complémentarité est identifiée entre des marchés relativement réglementés, un manque de protection sociale et un système financier orienté vers les relations de long terme entre banques et entreprises (Amable, 2005).

La comparaison internationale du mode de gouvernance montre bien l'existence de complémentarités entre la structure de l'actionnariat, le régime financier et la relation industrielle (Aoki, 2007; Boyer, 2004; Roe, 1993). La valeur actionnariale est accrue si la structure de l'actionnariat est dispersée et si la représentation des employés dans le management des sociétés est faible. Au contraire, le rôle important des banques dans le

financement et dans le contrôle des entreprises, la structure de l'actionnariat concentrée et la participation des employés dans le processus décisionnel des entreprises, sont des institutions complémentaires les unes aux autres dans le cas de l'Allemagne.

La complémentarité est souvent mobilisée pour expliquer l'inertie et la diversité persistante institutionnelle. Néanmoins, il convient de relativiser cet argument, car même il est parfois invisible, le changement institutionnel peut être en train de se produire. Le changement d'une forme institutionnelle peut avoir lieu dans un domaine clé et cela peut déclencher un changement dans un autre domaine concerné par des relations complémentaires. Si c'est le cas, il est possible de voir une modification majeure de l'ensemble des institutions et un nouvel arrangement institutionnel. Les changements institutionnels doivent donc être interprétés en interaction les uns avec les autres (Amable, 2005). L'introduction de nouveaux éléments dans certains domaines institutionnels peut entraîner une dissolution d'un système par un affaiblissement des complémentarités institutionnelles qui le constituent, puis une apparition de nouveaux arrangements institutionnels qui conduiraient à l'émergence d'un modèle original.

La notion de complémentarité institutionnelle va de pair avec celle de hiérarchie institutionnelle. Celle-ci renvoie au fait que certaines institutions prévalent sur les autres selon la société et l'époque. Il est possible de définir la notion de hiérarchie institutionnelle de deux façons différentes. La première repose sur des contraintes et des incitations qu'une institution particulière impose aux autres formes institutionnelles. En prenant l'exemple de la période fordienne, le compromis capital-travail, qui est la forme hiérarchique dominante, impose des contraintes au système monétaire ou à la forme de la concurrence. La deuxième définition peut être liée au changement institutionnel dans une perspective plus dynamique. Nous pourrions dire qu'une forme institutionnelle est hiérarchiquement dominante lorsque sa transformation peut conduire le changement à d'autres formes. Par exemple, un changement majeur dans l'articulation des formes institutionnelles (les marchés financiers globalisés, la transformation des formes de la concurrence, l'évolution du rapport salarial, etc.) peut induire des modifications d'autres formes institutionnelles. Dans cette optique, la hiérarchie institutionnelle désigne les institutions au sommet qui sont les plus importantes pour l'ensemble de l'économie et les plus stables (Amable, 2005). C'est dans ce contexte que nous avons perçu une transformation d'un arrangement institutionnel depuis des années 1980 : le passage d'une économie fondée sur le rapport salarial à une économie fondée sur la logique

financière. Cette forme d'évolution institutionnelle renvoie au mécanisme de recombinaison mise en avant par Boyer (2004c). La recombinaison désigne le processus qui fait ressortir de nouveaux liens entre des institutions existantes, conduisant à une nouvelle reconfiguration institutionnelle. Cette notion de hiérarchie joue donc un rôle important pour analyser la période contemporaine.

### **2.3. La schématisation du concept d'hybridation à partir des conceptions du changement institutionnel**

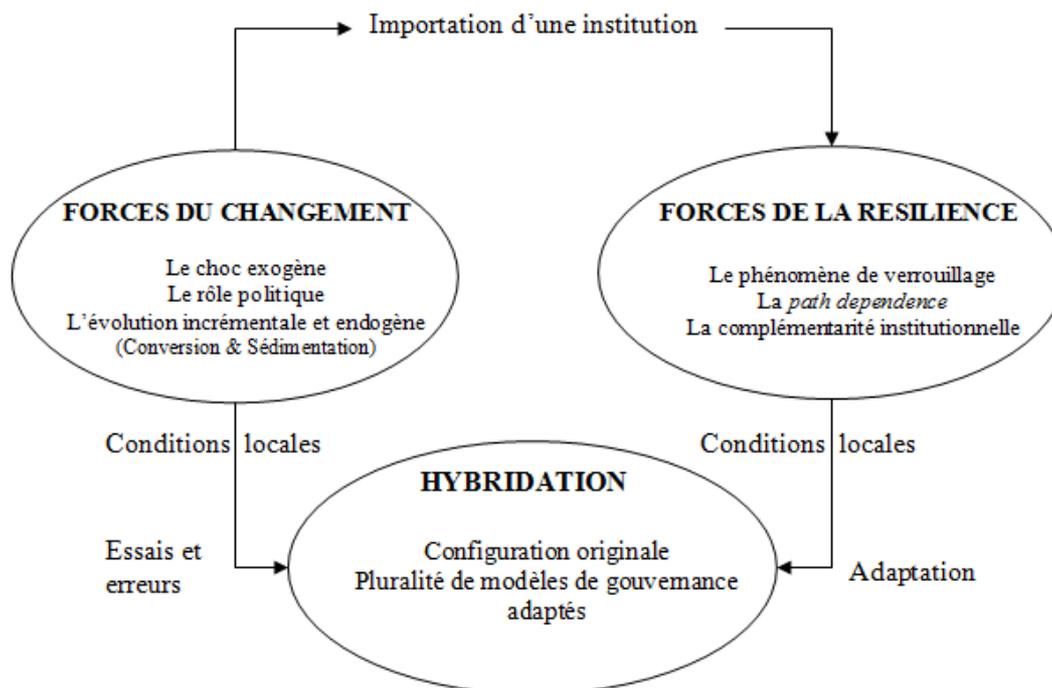
La figure ci-après synthétise l'ensemble des principaux concepts du changement institutionnel qui nous permet de dégager notre hypothèse d'une évolution de gouvernance d'entreprise par hybridation. En fait, deux séries de facteurs se combinent pour expliquer la généralité du processus d'hybridation.

- Tout d'abord, les forces motrices amorcent le changement et l'alimentent. Elles sont soit externes soit internes : le choc exogène, le rôle politique, l'évolution incrémentale à partir de la notion de « conversion » et de « sédimentation » etc. A cet égard, les modèles de gouvernance peuvent subir des transformations importantes mais sont loin de maintenir de spécificités invariables.
- Ensuite, certains changements peuvent être verrouillés selon les mécanismes soulignés par les théoriciens de la *path dependence* et par la complémentarité entre les institutions. Ces forces résistantes conduisent ainsi à rejeter les arguments associés à la domination absolue du modèle en termes d'efficacité et à la diffusion sans modification du modèle.

**En effet, l'intérêt de l'hypothèse de l'hybridation est d'abord de montrer que les systèmes de gouvernance ne convergent pas vers un modèle unique, et qu'ils ne sont pas restés inchangés face aux mutations de l'environnement. Ensuite et surtout, une telle perspective aide à comprendre le processus original de reconfiguration des formes de gouvernance par essais et erreurs qui suscite parfois l'émergence de nouveaux modèles.**

Ainsi, cette conception continue à alimenter les analyses en termes de variétés des capitalismes

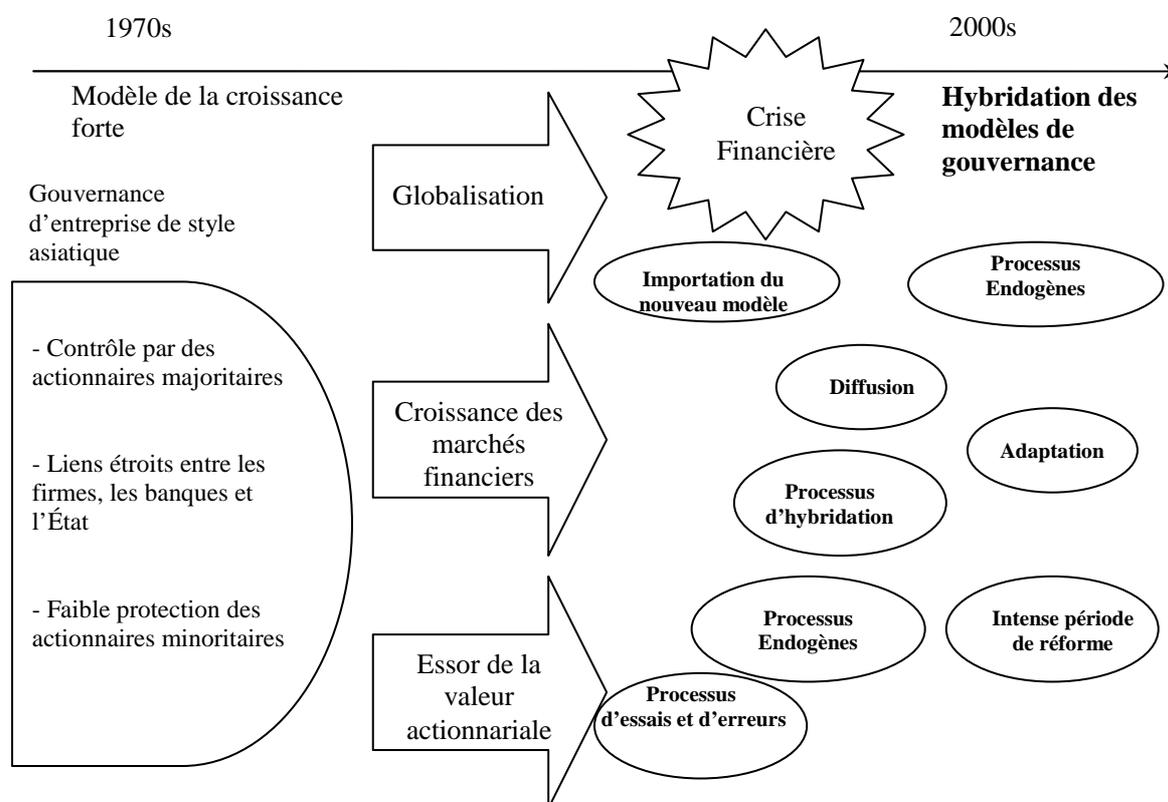
Figure 3.4 : L'hybridation expliquée par différentes conceptions du changement institutionnel



Source : l'auteur

Pour résumer, les discussions menées en termes d'hybridation s'attachent à expliquer tant la diversité institutionnelle des économies que leur processus d'évolution. **Sur ces bases il est possible d'interpréter les transformations de gouvernance en Asie comme un processus d'hybridation** : la tension entre les principes du système libéral et non libéral (Figure 3.5). **Une telle mutation suggère que l'importation du modèle américain depuis la crise ne signifie pas une convergence mais résulte en de nouveaux modèles adaptés aux conditions locales. De façon dynamique, une série d'essais et d'erreurs des nouveaux principes, c'est-à-dire la poursuite d'un même principe mais selon les institutions différentes, permettrait de dégager ainsi à terme des modèles adaptés au contexte local.**

**Figure 3.5 : L'évolution du mode de gouvernance d'entreprise, comme résultat de l'hybridation.**



Source : l'auteur

### 3. Les enseignements pour l'analyse des changements de la gouvernance d'entreprise

En nous basant sur les différents concepts du changement institutionnel présentés jusqu'ici, qui posent les bases de l'hypothèse de l'hybridation, nous pouvons aussi tirer certains enseignements majeurs pour mieux rendre compte de la transformation actuelle de la gouvernance.

En premier lieu, il est difficile d'espérer qu'un modèle de gouvernance dans un pays donné se diffuse quasi-automatiquement à l'ensemble des autres espaces. Dès lors que l'on reconnaît l'insertion de gouvernance dans l'environnement institutionnel, les modifications d'un système de gouvernance ne s'opèrent pas forcément par ruptures brutales, mais de

manière graduelle. En troisième lieu, certains changements peuvent être précipités par des chocs exogènes selon les mécanismes soulignés par la notion de la *path dependence*, mais des événements et des processus endogènes sont aussi susceptibles de déclencher de nouvelles opportunités de changement. Pour comprendre la façon dont l'institution change dans le temps et les origines de l'évolution, il ne faut pas négliger la complexité des interactions qui régissent diverses formes institutionnelles. Le caractère ambigu de la notion d'institution implique qu'elle reste ouverte à des interprétations diverses.

### 3.1. L'échec des transferts institutionnels

Un premier enseignement est que les transplantations institutionnelles, en ignorant le contexte local, sont vouées à l'échec. L'exemple des transplants européens à leurs colonies est éclairant à cet égard. Les institutions britanniques transplantées en Inde dont les sociétés sont structurées par un système de castes et les tentatives d'introduire des institutions occidentales en Afrique, montrent que la transplantation n'est pas un simple transfert géographique à l'identique. L'une des raisons de l'échec des transplantations institutionnelles serait que les institutions économiques d'un pays hôte sont caractérisées par les interactions complexes entre les différentes formes institutionnelles. On songe à cet égard que les différents pays ont différentes conditions locales qui résultent des arrangements institutionnels spécifiques à chaque pays. Pour ces raisons, l'échec d'une importation d'un domaine institutionnel peut s'expliquer par l'incompatibilité majeure avec les conditions locales. Le changement institutionnel de chaque pays ne s'effectue pas par une rupture brutale avec la culture et le passé. Ainsi, nous pouvons avancer l'idée qu'une transférabilité d'un modèle de la gouvernance d'un espace géographique à un autre est plus complexe que celles que considère la théorie de convergence qui ne s'intéresse qu'à la diffusion d'un modèle potentiellement supérieur sur de très nombreux territoires.

Le travail de Jacoby (2002) prend son point de départ dans un rejet de l'idée de la convergence des systèmes de gouvernance. Il souligne qu'il est difficile de s'attendre à la même performance ou les mêmes résultats lorsqu'un modèle particulier est importé d'un pays à l'autre caractérisé, par des institutions significativement différentes de celles du pays d'origine. Comme nous l'avons énoncé dans le chapitre 1, la nature dynamique qui soutient l'évolution du système, est importante pour comprendre la transformation des modèles de la

gouvernance. Des tentatives de transplantation d'un modèle de gouvernance sans la prise en compte de l'architecture institutionnelle locale peuvent entraîner de graves problèmes, voire même entraver la convergence (Gordon et Roe, 2004). Dans une veine similaire, Maher et Andersson(2000) défendent l'idée que des systèmes optimaux de la gouvernance sont contextuels et varient selon les industries et les activités économiques. Rendre compte de ce qui constitue une bonne pratique de gouvernance est complexe et ceci ne saurait se réduire à un seul modèle. Il est important d'identifier les forces et les faiblesses de chaque système mais aussi les conditions dans lesquelles il est intégré.

En s'appuyant sur la notion de la complémentarité des institutions et de *path dependence*, il est donc difficile d'imaginer qu'un pays copie un modèle réputé supérieur en espérant qu'il fonctionne de manière semblable quand il est implanté dans un contexte différent. On sait par exemple que le modèle américain, caractérisé par une flexibilité du travail et un financement sur les marchés financiers, n'est pas concevable dans une société où le marché du travail est rigide, où les financements à long terme sont assurés par les banques et où les structures organisationnelles sont basées sur les relations de confiance. On comprend dès lors pourquoi rares sont les firmes japonaises et allemandes qui tentent de l'importer sans modifications, même si l'idéologie dominante considère le modèle anglo-saxon comme performant. Une simple imitation d'un modèle n'entretient pas les mêmes synergies si les institutions nationales sont très différentes de celles de l'espace d'origine. Il ne serait pas très surprenant que l'introduction des OPA hostiles puisse entraîner une rupture et un basculement brutal dans les pays d'un système basé sur une coopération à tous les niveaux : coopération entre les entreprises par les participations croisées, coopération entreprises-salariés supporté par l'emploi à vie et coopération entre les partenaires sociaux et le système éducatif. En bref, une imitation pure et simple est susceptible d'être inhibée par le coût du changement qui met en péril la cohérence d'ensemble des institutions estimée essentielle pour préserver la compétitivité nationale.

### **3.2. L'importance du gradualisme**

Les arguments sur les changements institutionnels que nous avons présentés dans la section précédente fournissent une façon de concevoir la nature des institutions qui changent d'une manière incrémentale. Comme l'a souligné Roland (2000), face à une certaine

incertitude à l'échelon individuel en ce qui concerne les bénéfices ainsi que les coûts dérivés du changement, la réforme institutionnelle se produit sur le long terme et de manière graduelle. En effet, l'évolution graduelle des institutions permet aux acteurs de renoncer au changement si les pertes des perdants potentiels sont concentrées alors que les bénéfices ne sont pas évidents. Le changement progressif permet également d'avoir facilement le soutien ou la volonté des acteurs pour remplacer les institutions préexistantes construites pour poursuivre d'autres fins (Dewatripont et Roland, 1995).

La réussite de la transition chinoise du communisme au capitalisme fournit un bon exemple des changements institutionnels de façon incrémentale. Le processus de transition a commencé avec la décollectivisation de l'agriculture qui avait déjà été amorcée dans différentes provinces. Cette approche expérimentale a été appliquée dans tous les domaines : zones économiques spéciales, privatisation du secteur industriel et du service, etc. (Naughton, 1995; Qian, 2002). En suivant le modèle de l'organisation, dite « Forme en M »<sup>37</sup> contrairement à la structure fonctionnelle centralisée, dite « Forme en U » du gouvernement soviétique<sup>38</sup>, l'organisation territoriale en Chine a fourni un cadre plus souple pour la mise en place de ses réformes économique et politique (Qian et Xu, 1993; Qian *et al.*, 1999). Par ailleurs, la transition « à deux voies » en Chine est un autre exemple de l'approche progressive de la réforme. Ce « système à deux voies » a été introduit pour la première fois dans la réforme des prix et a été largement utilisé dans la plupart des réformes, notamment la réforme urbaine, du commerce extérieur, de la sécurité sociale, du travail, et récemment de la structure de l'actionnariat. L'approche « à deux voies » désigne l'adoption de certains aspects de l'économie de marché en préservant l'ancien système. La transition de l'économie planifiée à l'économie de marché montre bien la caractéristique de la réforme graduelle chinoise. Cette double voie vers l'économie de marché illustre le processus de « sédimentation » institutionnelle discuté dans la section précédente. Il s'agit de développer le nouveau système aux côtés de l'ancien régime non réformé, c'est-à-dire la négociation partielle de quelques éléments d'un ensemble donné d'institutions évitant toute réforme profonde.

Selon Fan et Wing (1993), la Chine a adopté l'approche progressive à la fois en raison d'un manque d'objectifs de réforme radicale et de groupes puissants favorables à la réforme au

---

<sup>37</sup> C'est une structure d'entreprise multidivisionnelle et multinationale (Chandler, 1962). Dans cette organisation, la direction générale garde le contrôle de la stratégie mais les directions opérationnelles appliquent quotidiennement et de façon décentralisée les directives émanant de la direction générale.

<sup>38</sup> Il s'agit de la planification centrale.

milieu du pouvoir politique. Face aux résistances de certains groupes, les intérêts se voient touchés et qui espèrent un retour au *statu quo* antérieur, le meilleur choix pour la Chine concerne à adapter l'ancien système aux circonstances nouvelles émergentes : l'économie de marché. Par rapport à la Russie et aux pays d'Europe de l'Est, la Chine a moins de perturbations sociales et de troubles économiques. En fait, cette situation se traduit par le résultat des changements institutionnels de façon incrémentale qui n'ont pas supprimé radicalement des systèmes gouvernementaux hérités du passé communiste.

La transition « à deux voies » qui est similaire de celle de la Chine peut s'observer dans le cas de l'île Maurice. Rodrik (1999) montre l'effet de rétroaction positive de l'approche progressive de la réforme à l'île Maurice. Une zone de libre-échange fondée sur les principes de l'économie de marché a été instaurée en 1970, tout en gardant le marché domestique très protégé jusqu'en 1980. Ces deux secteurs étaient bien séparés pour éviter les externalités négatives de la zone franche d'exportation vers le secteur domestique. Depuis le début des années 80, la mise en place de nouvelles institutions économiques (zone de libre-échange) a commencé à entraîner un impact positif sur l'économie nationale et à ouvrir ainsi la porte de la libéralisation économique. Comme le note North (1990), les changements graduels, en développant la nouvelle voie mais sans supprimer l'ancien système, suscitent moins de résistance. Compte tenu des rigidités institutionnelles, la transformation de type incrémental semble constituer une façon commune dont les institutions changent.

### **3.3. L'évolution endogène**

La littérature sur la *path dependence* permet de comprendre que des changements institutionnels sont souvent rigides. Dans cette perspective, les institutions s'effondrent quand interviennent certaines ruptures historiques majeures (les guerres, une crise économique profonde ou les révolutions), c'est-à-dire des chocs exogènes. Les analyses des institutions en termes d'équilibre d'un jeu perçoivent également le changement institutionnel comme le résultat de chocs exogènes qui détruisent des arrangements institutionnels antérieurs stables. Cependant, il semble que ces perspectives conduisent à une vue assez étroite en ce qui concerne des facteurs du changement institutionnel. Dans le monde réel, les déterminants du changement des institutions ne se limitent pas à la source extérieure. Comme nous l'avons

souligné dans la section précédente, l'hypothèse d'une évolution de l'ordre institutionnel par « sédimentation » et « conversion » nous permet de fournir une autre manière de concevoir les transformations institutionnelles qui peuvent être engendrées de façon endogène.

Les changements endogènes trouvent leur origine dans le cadre institutionnel lui-même : ils sont souvent le résultat de l'accumulation de petits changements (par exemple, l'évolution des goûts des consommateurs en raison de l'accroissement des richesses, l'émergence de la valeur pour l'actionnaire dans la gouvernance ou lorsque de nouvelles institutions ne démantèlent pas nécessairement les anciennes mais plutôt améliorent leurs fonctionnements (Thelen, 2003)). Les analyses récentes sur le changement institutionnel ont relancé le débat sur le rôle des acteurs individuels et collectifs dans le changement endogène ainsi que leurs capacités et le défis auxquels ils font face. Le terme « entrepreneurs institutionnels » a été utilisé pour décrire les acteurs individuels et collectifs qui sont en mesure de transformer les arrangements institutionnels pour promouvoir leurs intérêts. Comme le souligne DiMaggio (1998), "*New institutions arise when organized actors with sufficient resources (institutional entrepreneurs) see in them an opportunity to realize interests that they value highly*" (p.14). Les « entrepreneurs institutionnels » peuvent être soit des organisations (ou des groupes d'organisations), soit des individus (ou des groupes d'individus). (Garud *et al.*, 2002; Fligstein, 1997; Maguire *et al.*, 2004). Eisenstadt (1980) définit les « entrepreneurs institutionnels » comme des individus ou des groupes qui assument une position de leadership en jouant un rôle important dans le processus de changement social.

De son côté, la théorie de la régulation présente un mécanisme qui permet d'expliquer le changement institutionnel basée sur une transformation endogène des formes institutionnelles (Boyer, 2004). Il s'agit de l'« endométabolisme ». Ce concept signifie la transformation d'un mode de développement sous l'effet de son propre mouvement. Cette conception est d'ailleurs explicitée par Montagne (2006) qui montre que l'industrie des fonds de pension au cours des dernières décennies a émergé et est structurée sous l'impact de sa propre dynamique interne. Ce mécanisme est l'un des facteurs expliquant des hétérogénéités des institutions car une marge d'évolution endogène de chaque institution rend difficile de converger vers un modèle unique.

En opposition aux approches qui voient les institutions comme le résultat de rupture institutionnelle, nous devons donc rendre compte du fait que la transformation des institutions

repose à la fois sur des facteurs endogènes et exogènes. Comme le note Colander (1994) “ ... *endogenous is somehow distinguishable from exogenous. In discussing questions of this sort economists often forget that these concepts are not descriptions of the world; they are descriptions of a model. A change is exogenous or endogenous only in reference to a model; switch the model and the exogenous can become endogenous, and the endogenous can become exogenous*” (p.2). Le changement institutionnel relève généralement de la combinaison d'un changement porté par les acteurs ou d'un processus d'évolution endogène des anciennes règles et de la pression externe. Ainsi, pour mieux comprendre la manière dont les institutions peuvent changer, il ne faut pas oublier que les institutions sont dotées d'une capacité endogène de transformation. Par exemple, il faut compléter la conception selon laquelle le changement dans la gouvernance en Asie ne serait qu'une réponse apportée à la crise financière. Bien que son impact ait joué un rôle majeur dans la volonté à mener une offensive pour mettre en œuvre rapidement des réformes en matière de gouvernance, la crise endogène a été engendrée par l'évolution lente de l'ancien modèle qui a commencé à perdre ses capacités stabilisatrices.

### **3.4. La complexité institutionnelle**

L'une des critiques adressées à l'approche des « variétés de capitalisme » est de trop simplifier la réalité institutionnelle. La diversité institutionnelle des économies capitalistes repose sur la complémentarité et l'interdépendance des institutions. Au-delà de la dichotomie entre modèle américain et modèle rhénan, certains modèles de capitalisme combinent quelques caractéristiques des économies de marché libérales et des économies de marché coordonnées (Amable, 2003; Crouch, 2005; Zeitlin, 2003). On suppose qu'il y a une variété de principes et de pratiques institutionnelles qui sont considérés comme des ressources que les acteurs peuvent choisir et utiliser dans la poursuite de leurs intérêts quand ils veulent changer les institutions (Hall et Thelen, 2009; Streeck et Thelen, 2005). Contrairement à l'hypothèse de Hall et Soskice (2002) selon laquelle la performance des économies hybrides est supposée inférieure, il est possible de trouver d'autres modes de coordination considérées également comme cohérents. Ainsi, l'hétérogénéité des architectures institutionnelles (certaines institutions semblent parfois non compatibles) peut permettre plus de la flexibilité et de

l'innovation institutionnelle, conduisant au changement institutionnelle et à l'apparition des nouvelles institutions (Crouch, 2005).

Il a été noté que la notion d'institution est par nature variée et souvent ambiguë de telle sorte que la définition de l'institution est difficile à cerner et l'interprétation supporte plusieurs sens selon les auteurs (Streeck et Thelen, 2005). En effet, l'interprétation de la notion d'institution est contestée et peut changer au fil du temps. Le rôle de l'institution est sans cesse redéfini (Streeck et Yamamura, 2003). Selon Weir (2006), de multiples interprétations sont exacerbés par le fait que les acteurs se trouvent simultanément dans des domaines institutionnels multiples et complexes, ce qui rend difficile pour eux de définir leurs intérêts et leurs stratégies d'action. Certains auteurs ont porté une attention particulière aux questions d'interprétation diverse des institutions. Schmidt (2001, 2002) montre, par exemple, comment les politiciens utilisent différentes stratégies discursives dans les différents pays pour déclencher le changement en fonction leur propre configuration institutionnelle. Selon Blyth (2002), les différentes interprétations de la stagflation des années 70 ont conduit à des changements de manière distincte dans le domaine de la protection sociale en Suède et aux Etats-Unis. Même l'institutionnalisme des choix rationnels, qui ne s'intéresse généralement pas à la question de l'interprétation, reconnaît l'importance des divers points de vue des institutions pour amorcer ou encourager le changement institutionnel (North, 2005). North (2005) soutient l'idée que le changement institutionnel progressif est lié aux comportements stratégiques des agents économiques qui dépendent de la façon dont les acteurs perçoivent le monde et construisent leurs visions du monde. Ces perceptions sont élaborées par la dimension culturelle, le langage et les expériences historiques. Il se peut que des perceptions erronées et des erreurs de calcul conduisent à la famine, la défaite dans la guerre, la stagnation économique et même à la crise.

Un tel contexte ouvre la possibilité d'élucider différemment les conceptions des institutions que nous avons présentées. A titre d'exemple, les institutions ne sont pas toujours stables ou bloquées comme la complémentarité institutionnelle suggère. Le changement institutionnel est tout à fait possible, même s'il se produit de façon graduelle et lente, lorsque un pouvoir politique influence sur certaines institutions, les chocs exogènes perturbent les institutions existantes ou les acteurs changent des objectifs ou des stratégies (Deeg et Jackson, 2007; Streeck et Thelen, 2005; Djelic et Quack, 2007). En reconnaissant le fait que certaines configurations institutionnelles ne servent plus leurs intérêts de manière satisfaisante, les

acteurs peuvent déclencher le changement. En effet, l'idée du changement institutionnel exige une approche relationnelle. Autrement dit, on ne peut pas comprendre le changement en se concentrant sur une seule institution. C'est dans la prise en considération des interconnexions entre les institutions que l'on peut concevoir leur évolution. Ce n'est pas parce qu'un changement de l'institution A déclenche automatiquement une réponse fonctionnelle de l'institution B. Mais plutôt, c'est parce que les acteurs de l'institution B ont pu augmenter les bénéfices grâce à l'effet joint avec l'institution A dans le sens de la complémentarité institutionnelle. Ainsi, lorsque l'institution A change, les acteurs de l'institution B peuvent avoir des initiatives pour suivre des changements, afin de préserver les avantages ou de développer de nouvelles opportunités. Campbell et Lindberg (1991) ont observé par exemple que les changements dans des droits de propriété, entraînent des transformations dans d'autres formes institutionnelles. De même, Fligstein (1990) montre qu'aux États-Unis, des changements importants de la loi antitrust ont aussi engendré les modifications du mode de gestion des entreprises. Les dirigeants d'entreprises ne veulent pas payer les sanctions en cas de violation des lois antitrust, puis commencent à remodeler leurs organisations. Une institution change et cela crée ainsi des incitations pour réformer dans une autre institution. Les managers évitent les coûts induits par l'inadaptation des anciennes pratiques à la nouvelle loi.

**Au final, l'analyse sur le changement de gouvernance est bien un processus très compliqué, allant bien au-delà de l'adoption de nouveaux codes de « bonnes pratiques ». Partant de l'idée que le changement institutionnel est difficilement séparable des évolutions affectant différentes sphères institutionnelles, la transformation de la gouvernance est en effet susceptible de prendre une typologie plus complexe.**

## Conclusion du chapitre

Ce chapitre nous a permis d'exposer les fondements et les hypothèses sur le changement institutionnel que nous voulons appliquer aux transformations de la gouvernance. Les modes de gouvernance se prennent dans un contexte institutionnel particulier. **Cette condition est dynamique car les institutions de chaque pays subissent des transformations, modifiant chaque modèle de gouvernance.**

Après avoir décrit les diverses définitions du concept d'institutions, les prémisses et la logique de quelques-unes des principales perspectives sur le changement institutionnel ont été présentées dans ce chapitre. Chacune d'elles suggère des réponses à la question centrale de savoir comment les institutions sont créées, se produisent et évoluent. **Nous soulignons l'hypothèse de l'hybridation des modèles de gouvernance afin d'étudier les systèmes de gouvernance en Asie depuis la crise de 1997** (chapitre 4). En d'autres termes, **l'introduction ou la création de nouvelles composantes dans la gouvernance qui se superposent au système existant, peut conduire au démantèlement d'un modèle par un affaiblissement des complémentarités institutionnelles qui le constituent et à l'émergence de configurations très différentes des conditions initiales. Cette hypothèse ambitionne de dépasser les oppositions binaires que l'on trouve habituellement dans la littérature, théories de la convergence et de la divergence.**

Nous avons ensuite tenté de développer notre propre interprétation du changement pour l'appliquer à la transformation actuelle de la gouvernance. Tout d'abord, **il serait tout à fait excessif d'anticiper que le changement institutionnel, et donc l'évolution des modèles de gouvernance, réponde au critère d'efficacité qui pousserait les pays à adopter les meilleures pratiques.** Il importe donc de saisir correctement la notion des complémentarités entre les institutions et les modes de gouvernance car si l'on admet que les institutions jouent un rôle dans la gouvernance de manière complémentaire, alors **une transportation d'un modèle prétendument supérieur aux autres sur un nouvel espace est loin d'être aussi simple que le mythe des « meilleures pratiques ».**

Deuxièmement, **le changement graduel est le cas général** comme le souligne North (1993) "*Competition forces organizations to continually invest in skills and knowledge to*

*survive. The kinds of skills and knowledge individuals and their organizations acquire will shape evolving perceptions about opportunities and hence choices that will incrementally alter institutions”* (p.1). De plus, par référence avec les outils proposés par Thelen(2003) et la Théorie de la régulation, nous devons constater que **l'évolution de la gouvernance peut être engendrée de façon endogène.**

Dans cette perspective, le prochain chapitre est consacré à une analyse détaillée de la gouvernance en Asie à la prise en compte du changement du système financier et des règles en la matière.

## **Chapitre 4**

### **L'analyse empirique de la transition des modèles de gouvernance : vers des modèles hybrides**

## Introduction

Le chapitre précédent a mis en avant l'hypothèse de l'hybridation pour mieux comprendre les changements des modèles de gouvernance. L'approche retenue pour cette thèse et notre problématique a révélé la théorie du changement institutionnel parce que les systèmes de la gouvernance d'entreprise sont façonnés par l'environnement institutionnel qui détermine l'évolution de ceux-ci. Il reste à voir s'il est possible de rapprocher l'hypothèse présentée au cas de l'Asie. **L'objectif de ce chapitre est donc de mettre en évidence la trajectoire de l'hybridation des modes de gouvernance en Asie de 1997 à 2006.** En référence à notre référentiel théorique, le processus d'hybridation combine deux séries de forces: les forces contribuant aux changements et les sources de blocage. **Nous mettons ainsi en œuvre une analyse économétrique visant à identifier les facteurs favorisant ou entravant les changements de la gouvernance.**

Afin de poursuivre notre analyse, nous reviendrons dans ce chapitre aux analyses de la configuration actionnariale présentée dans le chapitre 2. Mais cette fois, nous tenterons d'y intégrer les 2 dimensions constitutives du système de la gouvernance, celle concernant la structure de financement des entreprises ainsi que celle qui concerne les pratiques de gestion qui permettent d'évaluer l'application des principes de gouvernance fondées sur la logique anglo-saxonne. S'agissant de l'analyse se limitant aux 3 éléments de la gouvernance, la portée des conclusions sera nécessairement limitée. Ces limites tiennent notamment à la nécessaire prise en compte des autres domaines institutionnels qui caractérisent les systèmes de gouvernance. Cependant, compte tenu du fait de la nature encore inexplorée de la question du changement de gouvernance de plusieurs pays asiatiques, la justification de la possibilité d'un processus d'hybridation à travers 3 dimensions fondamentales dans la caractérisation de la gouvernance semble déjà être un pas en avant, bien qu'il soit modeste.

La première section est consacrée au test de l'hypothèse de l'hybridation à partir d'une approche empirique. La méthode choisie pour notre étude repose sur l'analyse de cluster qui permet de classer des groupes en fonction de leur contenu. Après avoir rapidement décrit la base de données utilisée dans notre analyse, nous présenterons trois scénarios théoriques du changement de la gouvernance qui vont guider l'interprétation de nos résultats. Enfin, **les résultats obtenus dans cette analyse montrent la coexistence de trois modèles hybrides**

**pour la période contemporaine : l'hybridation transparente US mais contrôle familial (Hong Kong), l'hybridation forcée (la Corée, le Japon, les philippines, la Thaïlande, la Malaisie et Singapour) et l'hybridation endogène US (l'Inde).**

Dans la seconde section, nous présenterons les caractéristiques de ces 3 modèles de gouvernance hybrides. Dans l'hybridation transparente US mais contrôle familial (Hong Kong), le capital des entreprises cotées est majoritairement détenu par les actionnaires stratégiques tandis que le mode de financement est orienté vers les marchés d'actions et les pratiques de gestion se rapprochent des principes anglo-saxons. L'hybridation forcée réunit la plupart des pays étudiés (la Corée, le Japon, les philippines, la Thaïlande, la Malaisie et Singapour). Des réformes profondes lancées par la crise asiatique ont fait entrer ces pays dans une phase de changement et de mutations (la dépendance accrue des entreprises à l'égard des marchés d'actions, l'adoption des pratiques de gestion du modèle anglo-saxon, etc). Pourtant, les changements se poursuivent en gardant des principaux traits des anciens systèmes. Dans l'hybridation endogène US (l'Inde), l'accroissement important du poids des investisseurs institutionnels constitue un changement significatif. Les réformes de la gouvernance dans ce groupe sont favorisées par les industriels qui voulaient réagir à la transformation du contexte économique (période de croissance) offrant de nouvelles opportunités. Le cadre théorique présenté au chapitre précédent est mobilisé dans cette section pour analyser chaque modèle hybride. On s'efforcera de montrer les forces du changement, les transformations actuelles ainsi que les phénomènes d'inertie institutionnelle.

Dans la troisième section, **nous utiliserons des méthodes économétriques pour tester un certain nombre de facteurs décrits dans la section précédente qui peuvent avoir suscité ou empêché le changement dans la gouvernance.** Deux séries de régressions seront effectuées. Pour la première, on teste précisément, sur un échantillon de firmes, l'influence des structures actionnariales (notamment la présence des investisseurs institutionnels, des investisseurs étrangers et des sociétés industrielles), du niveau de la dette d'une entreprise et des conditions macroéconomiques (le développement des marchés boursiers, la croissance économique et le degré de protection des actionnaires) sur la mise en conformité des pratiques de gouvernance aux règles de référence. On se focalisera ensuite sur l'impact de la présence de la famille fondatrice dans le capital ainsi que des participations croisées sur le processus d'adoption de nouvelles pratiques.

## 1. L'analyse du changement actuel de la gouvernance : trois modèles d'hybridation

L'objectif de cette section est de tester empiriquement l'hypothèse des modèles hybrides de gouvernance. Nous présentons dans un premier temps la composition de l'échantillon ainsi que l'ensemble des variables. L'analyse de cluster servira à mettre en avant l'émergence de la gouvernance des formes hybrides. Avant de montrer les résultats obtenus, nous allons nous attacher à présenter dans une deuxième étape les 3 différents processus du changement de gouvernance qui serviront de référence pour interprétation de nos résultats. Enfin, l'analyse de cluster nous conduit à définir 4 modèles différents de gouvernance depuis les transformations accélérées intervenues à la fin des années 90: 3 modèles hybrides et 1 modèle qui est resté inchangé face aux réformes d'inspiration anglo-saxonne.

### 1.1. Méthode et données

Nous mobilisons des données issues de plusieurs sources. Les données sur le mode de financement sont tirées des données de *The World Bank*, de *World Economic Forum*, de *World Federation of Exchanges* et de l'Institut national de la statistique de chaque pays. Les données sur les pratiques de gestion et les indicateurs de la gouvernance d'entreprise sont celles d'*Asian Corporate Governance Associate*, d'*Asian Development Bank*, de *World Economic Forum* et de *Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)*. La structure actionnariale de chaque pays est issue de la base *Thomson Reuters* employée pour notre analyse dans le chapitre 2. L'échantillon que nous retenons pour l'étude comprend 11 pays : la Chine, la Corée, Hong Kong, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, la Malaisie, les Philippines, Taiwan, la Thaïlande et Singapour. Ces pays correspondent à ceux analysés au chapitre 2 de notre thèse à l'exception du Bangladesh, du Pakistan et du Sri Lanka. Nous avons exclu ces trois derniers pays car les données concernant les variables des pratiques de gestion ne sont pas disponibles. Les données employées ici concernent l'année 1997 et 2006 avant la crise des *subprimes*.

➤ **Les variables et la méthode utilisée**

Les dix variables incluses dans notre analyse peuvent être interprétée en fonction de trois dimensions constituantes de la gouvernance :

- Mode de financement : financement bancaire ou financement par les actions
- Structure de l'actionnariat : actionnariat dispersé (investisseur institutionnel) ou actionnariat stratégique
- Pratiques de gestion : Pratiques de gestion *outsider* (par exemple, la rémunération des dirigeants basée sur la performance, la surveillance effective de la gestion par le conseil d'administration, etc.) ou *insider* (la direction contrôlée par des familles, le rôle limité du conseil d'administration, etc.)

Une analyse cluster qui a pour but de regrouper un ensemble de données en différents paquets homogènes est utilisée. Les données de chaque sous-ensemble partagent des caractéristiques communes, qui correspondent le plus souvent à des critères de proximité que l'on définit en introduisant des mesures de distance. L'analyse cluster met donc l'accent sur la configuration plus commune parmi les variables des échantillons. L'analyse est effectuée en utilisant la méthode K-means<sup>39</sup> cluster avec le logiciel SPSS.

Le tableau suivant présente l'ensemble des variables utilisées dans l'analyse cluster. En plus des variables sur les trois dimensions liées à la gouvernance présentées plus haut, nous avons également inclus les indicateurs de la gouvernance d'entreprise qui évaluent et mesurent globalement la qualité de la gouvernance des pays.

---

<sup>39</sup> Etant donné un entier K, K-means partitionne les données en K groupes, ou "clusters", ou "classes" ne se chevauchant pas. Ce résultat est obtenu en positionnant K "prototypes", ou "centroïdes" dans les régions de l'espace les plus peuplées. Chaque observation est alors affectée au prototype le plus proche (règle dite "de la Distance Minimale"). Chaque classe contient donc les observations qui sont plus proches d'un certain prototype que de tout autre prototype.

**Tableau 4.1 : Ensemble des variables dans l'analyse de cluster**

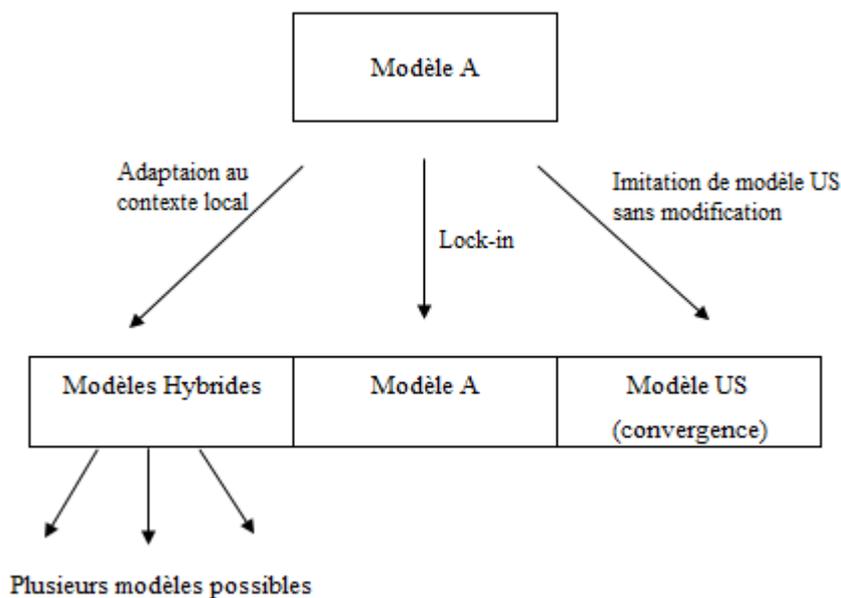
<b>Structure de l'actionariat</b>	
II	Les actifs financiers des investisseurs institutionnels (%)
IS	Les actifs financiers des investisseurs stratégiques (%)
<b>Mode de financement</b>	
Banques	Le poids du financement bancaire (% du financement total)
Actions	Le poids du financement par les actions (% du financement total)
<b>Pratiques de gestion</b>	
EIC (Extents of incentive-based compensation)	La mise en place de mécanismes de rémunération à la performance les bonus, les révisions de salaire, les stock-options (1= basé exclusivement sur le salaire, 7= basé sur la performance)
ECB (Efficacy of corporate board)	Efficacité de conseil d'administration (1= contrôlé souvent par les dirigeants, 7= la surveillance effective de la gestion)
RPM (Reliance on professional management)	Poste de cadre supérieur ou de dirigeant (1= occupé par des familles, 7= occupé par des professionnels)
SAS (Strength of auditing and accounting standards)	Respect des normes d'audit et comptables (1= pas respecté, 7= bien respecté)
<b>Indicateurs de la gouvernance d'entreprise</b>	
PMSI (Protection of minority shareholders' interests)	Protection des actionnaires minoritaires (1= pas protégé par la loi, 7= bien protégé par la loi et activement appliquée)
CG total (Total Index of corporate governance by country)	Index total de la gouvernance d'entreprise par pays

## 1.2. Les trois scénarios du changement de la gouvernance

Avant de présenter les résultats obtenus, nous proposons de distinguer les trois scénarios de changement des modèles de la gouvernance avec lesquels nous allons interpréter les résultats.

- **Le modèle A** répond aux caractéristiques traditionnelles du modèle de la gouvernance en Asie. Les pays dans ce groupe utilisent principalement le financement bancaire plutôt que les actions, et montrent une forte présence des actionnaires stratégiques mais peu d'actionnaires institutionnels. Les administrateurs internes dominent souvent le conseil d'administration. Les droits des actionnaires minoritaires ne sont pas bien protégés par la loi ou la réglementation. Ce modèle de pays est caractérisé par de faibles réformes de la gouvernance.

**Figure 4.1 : Trois scénarios du changement de la gouvernance d'entreprise**



Source : modifié de Jackson et Miyajima (2004, p.23)

- **Le modèle US** se réfère au débat de la convergence vers le modèle anglo-saxon dans lequel les besoins de financement sont satisfaits par un marché financier et atomisé. Les pays qui se trouvent dans ce groupe se distinguent par une forte protection des investisseurs minoritaires et une plus grande indépendance des conseils d'administration. Les administrateurs indépendants évaluent la performance du dirigeant disposant de leviers, tels que la mise en place d'un système de rémunération incitatif fondé sur la performance (bonus, stock-options) ou la possibilité effective de remplacer la direction.

Le dernier scénario correspond au modèle d'hybridation distinct de l'imitation pure et simple, comme il a déjà été souligné dans le chapitre précédent.

- **Le modèle Hybride** renvoie à l'invention de nouveaux modèles. Dans les pays de ce groupe, les changements sont à l'œuvre puisque les pratiques liées au modèle anglo-saxon sont progressivement introduites dans des modes de gouvernance différentes. En effet, en voulant adopter les nouveaux principes à un environnement institutionnel, des obstacles importants existent, ce qui force à susciter une reconfiguration du modèle initial. Comme nous l'avons souligné au chapitre 3, certaines forces de changement pourraient avoir une incidence sur les possibilités de l'établissement d'un nouveau principe de gouvernance sur un espace

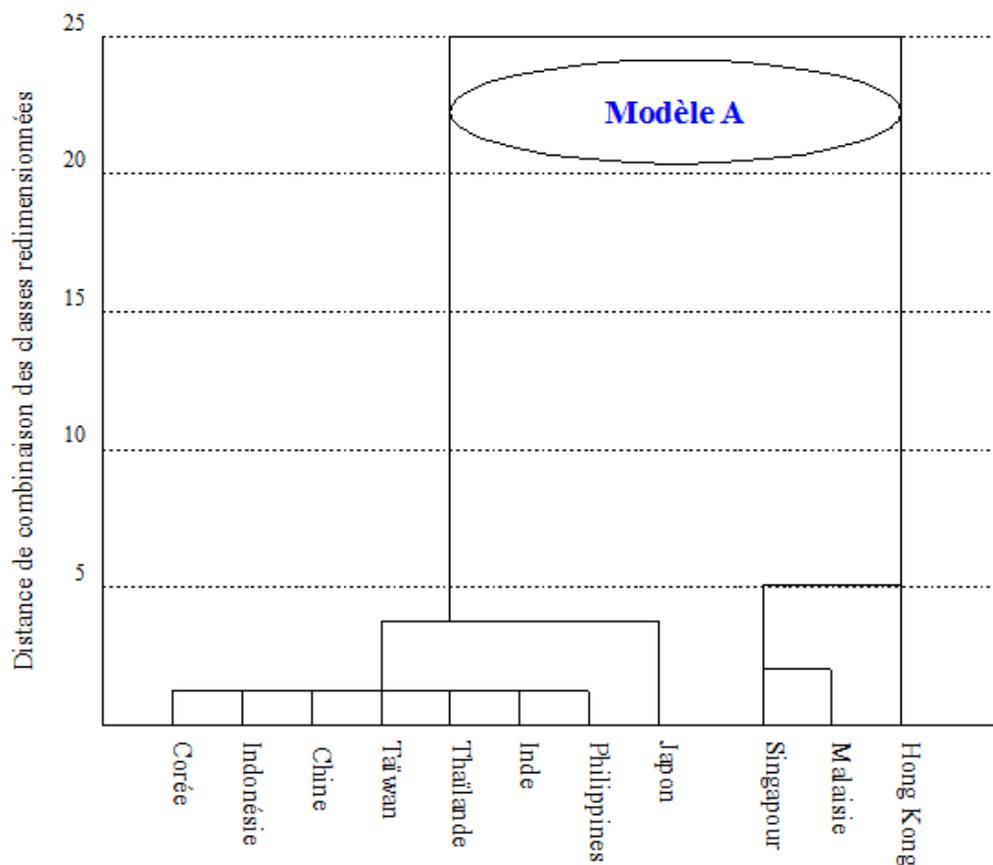
donné. Pourtant, la tentative de transplantation d'un espace à un autre serait confrontée aux résistances, créant des modèles de gouvernance originaux. Dans notre étude, l'hybridation ne désigne pas une simple position intermédiaire entre les pratiques traditionnelles du modèle A et celles du modèle US.

Nous avons décrit brièvement trois scénarios de l'évolution de la gouvernance. Pourtant, le processus d'hybridation que nous désirons mettre en évidence n'a rien d'homogène. La reconnaissance du caractère complexe du processus d'hybridation ouvre la voie à une pluralité de modèles de gouvernance « adaptés » au contexte local. Néanmoins, disposer de tels scénarios permettra d'identifier la trajectoire des modèles de gouvernance en Asie depuis la crise financière de 1997.

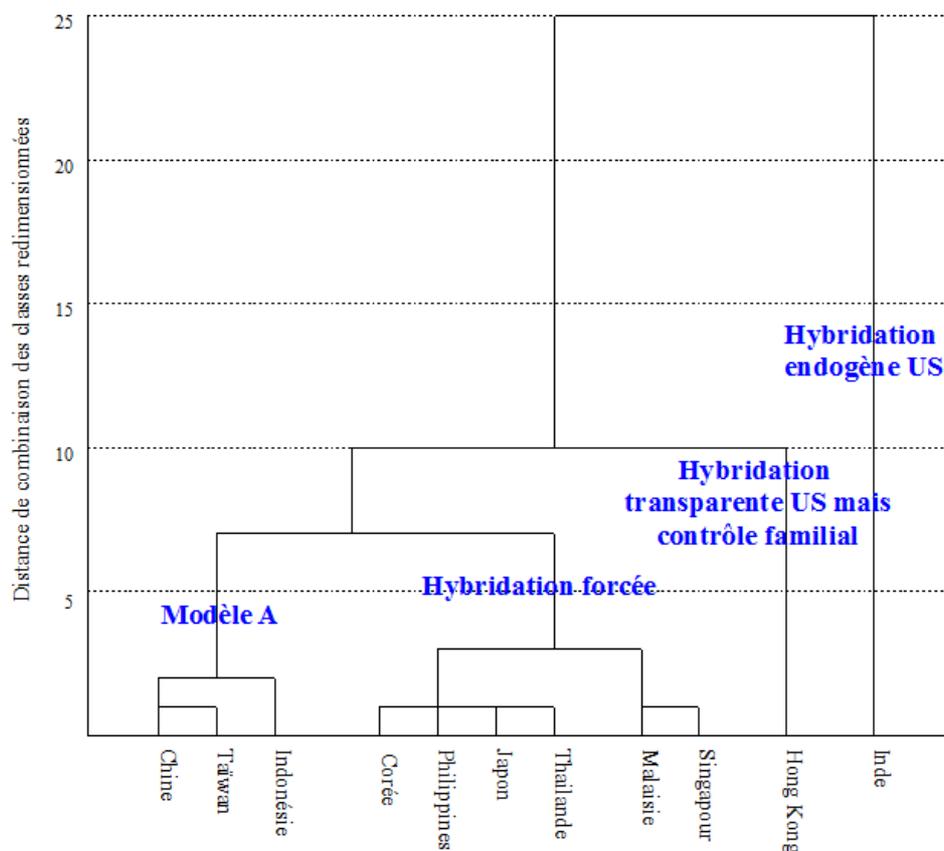
### **1.3. Analyse empirique et résultats : la diversité de la gouvernance hybride**

**Les résultats obtenus permettent de mettre en avant l'émergence des nouveaux modèles de gouvernance par la trajectoire de l'hybridation entre 1997 et 2006. A la lumière de trois scénarios, on constate qu'il n'y a pas de pays qui correspondent au modèle US. Ces résultats confirment que la convergence des systèmes de gouvernance ne conduit pas à proposer un schéma explicatif très plausible des évolutions actuelles des systèmes de gouvernance des pays asiatiques. En effet, la plupart des pays étudiés sont classés dans le modèle hybride exceptés la Chine, Taiwan et l'Indonésie. En revanche, le modèle hybride peut se décomposer en trois sous-groupes : l'hybridation transparente US mais contrôle familial (Hong Kong), l'hybridation forcée (dont la Corée, le Japon, les Philippines, la Thaïlande, la Malaisie et Singapour) et l'hybridation endogène US (l'Inde).**

Figure 4.2 : Arbre hiérarchique utilisant la distance moyenne (1997)



Comme on peut le constater dans la figure 4.2, en 1997, deux grands groupes de pays se distinguent bien que les deux représentent le modèle A. Le premier (la Chine, la Corée, l'Inde, l'Indonésie, le Japon, les Philippines, Taïwan et la Thaïlande) correspond aux pays qui présentent des caractéristiques typiques du modèle A. Le second groupe (Hong Kong, la Malaisie et Singapour) est caractérisé par un rôle relativement important des marchés d'actions et par des indicateurs de la gouvernance plus élevés. Néanmoins les capitaux levés sur les marchés d'actions et l'index total de gouvernance restent très faibles par rapport aux États-Unis (voir annexe tableau 0.4.1 et figure 0.4.1).

**Figure 4.3 : Arbre hiérarchique utilisant la distance moyenne (2006)**

Leurs évolutions depuis 1997 sont visibles sur la figure 4.3 (voir annexe tableau 0.4.2 pour la corrélation entre variables). On a désormais quatre grandes classes. La Chine, Taïwan et l'Indonésie restent toujours dans le modèle A. Dans ces pays, environ 80% du capital des sociétés cotées est détenu par des investisseurs stratégiques et ce sont les banques qui satisfont la demande de financement des entreprises. S'agissant des pratiques de gestion, ce groupe de pays obtient une note faible par rapport aux modèles d'hybridation. En fait, l'application des principes de gouvernance d'entreprise au sein d'une société cotée débute selon l'étude d'*Asian Corporate Governance Associate*. Peu de sociétés disposent de conseil d'administration composé d'administrateurs indépendants. La protection de l'intérêt des actionnaires n'est pas encore prioritaire. Les principes énoncés dans ses recommandations sont inégalement respectés par les différentes sociétés.

Le modèle hybride peut être subdivisé en trois sous-groupes. Le premier groupe dénommé **l'hybridation transparente US mais contrôle familial**, est défini par Hong Kong.

Ce modèle hybride repose sur la relation complémentaire entre le financement par les actions, le capital contrôlé par les acteurs stratégiques ainsi que les pratiques de gestion *outsider*. Hong Kong possède des marchés boursiers sophistiqués et dispose des normes les plus exigeantes en matière de gouvernance d'entreprise parmi les pays asiatiques. Pourtant, la structure de l'actionnariat de ce pays est caractérisée par un niveau élevé de participation des actionnaires stratégiques.

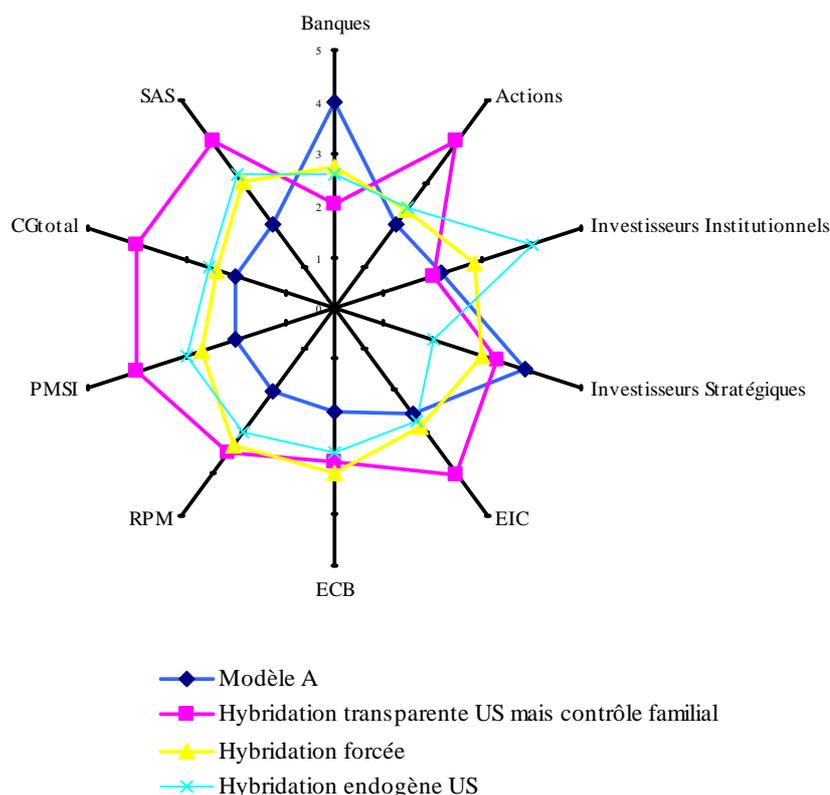
Le deuxième groupe qu'on appelle **l'hybridation forcée** est constitué des pays dont les réformes de la gouvernance sont induites par le choc exogène, c'est à dire la crise asiatique. La Corée, les Philippines, le Japon, la Thaïlande, la Malaisie et Singapour rentrent dans ce groupe. La crise brutale a mis en évidence la nécessité de restructurer fondamentalement les anciens systèmes. La part des actionnaires institutionnels est devenue plus importante. Le changement du rôle des marchés d'actions comme source de financement des entreprises s'est accompagné d'un déclin des prêts des banques. En ce qui concerne les pratiques de gestion, on constate une large adhésion aux principes du modèle anglo-saxon mais ces nouveaux principes se combinent avec d'anciennes routines. Les changements sont acceptés préservant les principaux traits des systèmes persistants.

Enfin, **l'hybridation endogène US** constituée de l'Inde est caractérisée par une forte présence des investisseurs institutionnels. Ces acteurs possèdent 99% du capital des sociétés cotées en Inde. Concernant le mode de financement et les pratiques de gestion, ce modèle est proche du deuxième groupe. Les changements dans la gouvernance dans ce modèle hybride résultent plutôt de l'initiative des industriels pendant la période de forte croissance. L'Inde n'est pas éloignée des pays anglo-saxons lorsqu'on analyse la structure de l'actionnariat. Néanmoins les transformations actuelles se heurtent à la résistance de certains acteurs. Les réformes sont acceptées par les acteurs impliqués.

La figure ci-dessous montre le ratio des variables incluses dans notre analyse selon quatre modèles identifiés. **Ainsi, derrière l'idée largement partagée de tendance à l'homogénéisation vers le système anglo-saxon, l'une des principales conclusions de notre étude est de dire que les trajectoires divergentes caractérisent la transformation actuelle des modèles de gouvernance.** Les qualifications telles que « l'hybridation transparente US mais contrôle familial » ou « l'hybridation forcée » ne peuvent pas exprimer l'ensemble des complémentarités qui caractérisent les systèmes de gouvernance. Cette

dénomination est fondée sur nos résultats pour refléter de manière adéquate la relation entre trois variables constituantes de la gouvernance étudiées. Dans la sous-section, nous tenterons de décrire les caractéristiques des différents modèles hybrides.

**Figure 4.4: Ratio des variables de 4 modèles de gouvernance**



Source : calculs de l'auteur

## 2. La caractérisation des trois modèles hybrides

Les résultats obtenus dans la section précédente a permis de souligner que de nos jours de nouveaux modèles de gouvernance ont émergé par hybridation. Le résultat le plus intéressant concerne sans doute le fait qu'on constate 3 grandes configurations originales : l'hybridation transparente US mais contrôle familial, l'hybridation forcée et l'hybridation endogène US. Autrement dit, le processus d'hybridation ouvre une possibilité de trajectoires divergentes. Dans cette section nous étudierons les caractéristiques principales de ces 3 modèles hybrides de gouvernance. Pour chaque modèle hybride, après avoir brièvement

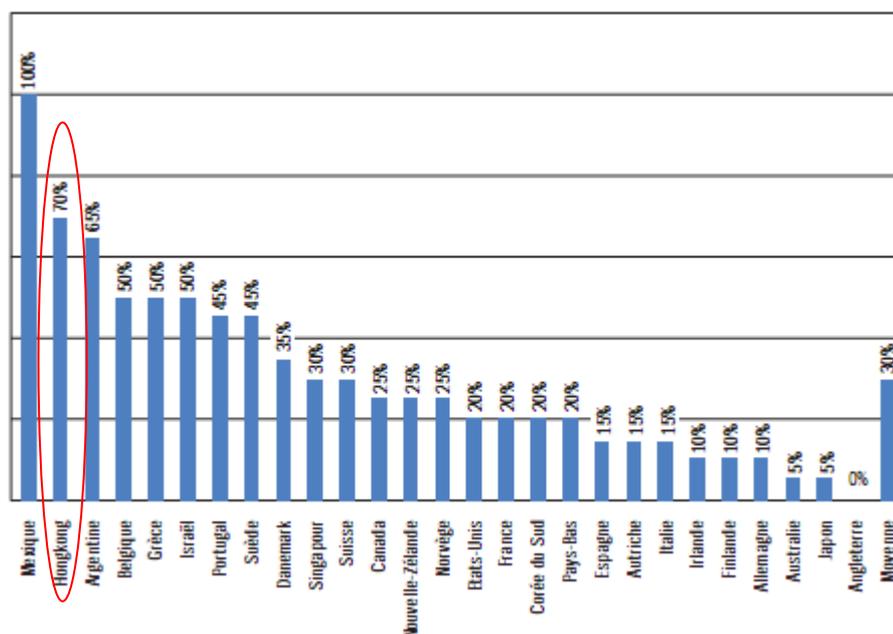
présenté le modèle traditionnel, nous montrerons les forces de changement, les évolutions récentes ainsi que les forces de résistance au changement qui tendent à maintenir les structures déjà en place.

## 2.1. L'hybridation transparente US mais contrôle familial

Une thèse actuellement très répandue est qu'un modèle de gouvernance potentiellement supérieur aux autres existe et implique une homogénéisation des modèles. Cette homogénéisation devrait se faire suivant l'exemple américain (Hansmann et Kraakman, 2000; Wójcik, 2003). Or cette hypothèse de convergence des systèmes de gouvernance est démentie par les résultats de notre étude. La configuration particulière du modèle d'Hong Kong est un exemple qui mérite toute notre attention. En fait, la complémentarité entre **l'actionnariat stratégique, le mode de financement orienté vers les actions et les pratiques de gestion *outsider* caractérisent le modèle d'Hong Kong. On aurait en effet pu penser que le système hongkongais était le mieux placé pour voir une arrivée massive des nouveaux actionnaires via les investisseurs institutionnels.** Hong Kong est réputé pour la qualité des informations financières et la mise en œuvre des meilleures pratiques en matière de gouvernance de l'entreprise. **Cependant, l'actionnariat des sociétés cotées continue à être dominé par les actionnaires stratégiques** même si leur part a diminué dans la capitalisation totale.

Comme nous l'avons évoqué au chapitre 2, les entreprises familiales ont joué un rôle fondamental à Hong Kong. L'étude de *Hong Kong Society of Accountants* (1997) montre que 53% des entreprises cotées sont contrôlées par un seul actionnaire ou un groupe de famille qui détient plus de 50% du capital. 77% d'entre-elles sont contrôlées par ces acteurs qui possèdent plus de 35% d'actions (voir annexe graphique 0.2.1). De même, nombreux travaux sur la séparation entre propriété et contrôle au sein de l'actionnariat des entreprises de l'Asie (Claessens, Djankov et Lang, 2000; La Porta *et al.*, 1999; Khan, 2001, 2003) mettent en évidence l'importance du contrôle familial au sein de l'entreprise dans ce pays. Effectivement, les participations des investisseurs institutionnels avant la crise étaient faibles (11% dans la capitalisation totale en 1997).

**Graphique 4.1: Pourcentage d'entreprises familiales parmi les 20 plus grandes sociétés cotées en bourse par pays**



Source : Ernst & Young (2005)

Cette structure familiale peut néanmoins présenter des problèmes qui lui sont propres. Comme nous l'avons souligné au chapitre 1, l'un des problèmes majeurs lié au contrôle familial est que les familles fondatrices sont parvenues à maintenir le contrôle du groupe malgré une position minoritaire en termes de détention du capital. Pour cela, les structures pyramidales et les participations croisées demeurent des outils fréquemment utilisés. Ce mode de direction est confronté à des problèmes d'absence de surveillance sur les actionnaires de contrôle.

Pour autant, il est intéressant de noter que Hong Kong ne semble pas souffrir du problème du *chaebol* qui est largement désigné comme responsable de la crise de l'économie coréenne (ADB, 2000; Nam, 2001) même si la concentration du contrôle dans les mains de grandes familles est plus ou moins la même. Selon Khan (2003), les systèmes bancaires et les marchés financiers d'Hong-Kong sont restés les plus forts et les mieux gérés vis-à-vis des autres places asiatiques. La crise trouve ses origines dans l'augmentation du poids des créances douteuses d'entreprises « mal » endettées et dans la dégradation des bilans bancaires (The World Bank, 1998a, 1998b). Par contre, à Hong Kong, même si les banques ont rencontré des difficultés pendant la période de la crise, leurs ratios de solvabilité se sont

maintenus à un haut niveau. Une large ouverture des marchés financiers a permis aux entreprises les mieux gérées de recourir à divers instruments financiers, comme les marchés boursier et obligataire. Ainsi, cela a permis d'éviter le risque d'une dépendance vis-à-vis du système bancaire par rapport aux autres pays asiatiques. Le montant total des capitaux levés sur la bourse demeurait néanmoins faible en comparaison de celui des Etats-Unis (voir annexe tableau 0.4.1).

Hong Kong a été une colonie britannique jusqu'en juillet 1997 où elle est redevenue un territoire chinois. Hong Kong continue toutefois d'opérer selon le principe politique d'« un pays, deux systèmes » : son système légal et son cadre de réglementation demeurent ainsi pour une large partie identiques au système britannique (systèmes de *common law*). Selon l'étude de La Porta *et al.* (1997) qui se propose d'analyser les 49 pays à travers trois critères: celui des droits des actionnaires, celui des droits des créanciers et celui de l'autorité de la loi, Hong Kong est le pays où la protection des actionnaires et des créanciers est le plus élevé parmi les pays asiatiques étudiés (voir annexe tableau 0.4.3). Pourtant, les mesures prises à la suite de la crise ont fait naître un doute sur l'ancien modèle : toute une série d'initiatives destinées à renforcer la gouvernance d'entreprise a été prise.

Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour expliquer une telle réforme de la gouvernance. Tout d'abord, en raison de la généralisation croissante de la séparation entre propriété et direction de l'entreprise cotée, la transparence est devenue un critère important d'investissement. Dans une entreprise familiale, la séparation des pouvoirs n'est pas souvent assurée. C'est pour faire face à ce genre de situation, que des réformes du secteur des entreprises sont décidées. L'ambition de conserver sa compétitivité en tant que place financière internationale a également conduit Hong Kong à faire de nombreux efforts pour mieux protéger les investisseurs et rehausser la transparence du fonctionnement des marchés boursiers. Enfin, il ne faut pas oublier des autres facteurs spécifiques qui conditionnent une transition actuelle du modèle hongkongais. Hong Kong offre un grand nombre de possibilités fiscales intéressantes pour y créer une société *offshore*<sup>40</sup> (Chine comprise). Ainsi, l'application d'un standard de normes de gouvernance à toutes les entreprises, quelle que soit leurs origines, est un domaine prioritaire. De même, Hong Kong ambitionne d'être une plate-forme

---

<sup>40</sup> Ce terme désigne "la création d'une entité juridique dans un autre pays que celui où se déroule l'activité, afin d'optimiser la fiscalité ou la gestion financière des capitaux ou, plus récemment, des activités de service (achat, développement informatique, etc.), voire de production". (Wikipédia)

d'investissement en Chine. Les efforts d'accroître la transparence des marchés d'actions ont notamment pour effet de répondre aux demandes croissantes des investisseurs souhaitant optimiser leurs investissements en Chine.

En effet, les codes nationaux de gouvernance de l'entreprise, des lois et règlements qui s'y rapportent sont élaborés à plusieurs reprises en respectant les principes de l'OCDE (Tableau 4.2). Tous les codes et recommandations exigent expressément l'indépendance des administrateurs : au moins 3 administrateurs indépendants qui ne détiennent pas plus de 1% du capital de l'entreprise (Tableau 4.3), la séparation entre président directeur général et président du conseil d'administration, la limitation de nomination des membres de la famille au conseil d'administration (pas plus de 50%), la transparence des rémunérations des dirigeants et des administrateurs, etc. Ce mouvement se poursuit avec la législation et la mise en place des mesures pour la protection des actionnaires. À ce titre, l'association pour la protection des droits des actionnaires (*Hongkong Association of Minority Shareholders*) introduit en 2002 a pour but de jouer un rôle direct dans des affaires qui vont à l'encontre des intérêts des actionnaires. De même, les stock-options sont aujourd'hui répandues dans les sociétés hongkongaises. *Statements of Standard Accounting Practice* et *Rules Governing the Listing of Securities* sont les principales normes comptables, basées sur les normes internationales IAS/ IFRS (*International Accounting Standards*). L'application des règles comptables internationales se traduit par les efforts de faciliter la commercialisation des valeurs mobilières en proposant l'information comptable homogène et interprétable aux investisseurs. Au final, les exigences réglementaires ainsi que l'intervention de plus en plus fréquente des actionnaires sont des éléments qui obligent progressivement les entreprises familiales à restructurer. La réorientation des modes de gestion de la gouvernance vers de nouveaux objectifs peut se traduire par les processus de « conversion » institutionnelle discutés au chapitre 3.

**Tableau 4.2 : Codes et recommandations de gouvernance d'entreprise à Hong Kong**

1993	Code of best practice
1994	Disclosure of directors' emoluments
	Guidelines on INEDs
1994	Statement of compliance with code of best practice
1997	A Guide for the Formation of an Audit Committee
1998	Audit committees
2001 & 2003	Standing committee on company law reform corporate governance proposals
2004	New Hong Kong Code on Corporate Governance
2007	Non-statutory Guidelines on Directors' Duties

Sources: Ho (2003), *Asian Corporate Governance Association*

**Tableau 4.3 : Règles et recommandations sur les le nombre d'administrateurs indépendants à Hong Kong**

1, Stock Exchange of Hong Kong, Règlement de cotation, Chapitre 3
(1) Chaque conseil d'administration d'un émetteur inscrit doit inclure au moins trois administrateurs indépendants non exécutifs
(2) Au moins un des administrateurs indépendants non exécutif doivent avoir les qualifications professionnelles ou de comptable ou de gestion financière
2. Code on Corporate Governance Practices (2004)
A.3.2 L'émetteur devrait nommer des administrateurs indépendants non exécutifs représentant au moins un tiers du conseil d'administration

Source: *Asian Corporate Governance Association*

Ces dernières années, Hong Kong s'est également penché sur la consolidation de son régime réglementaire des marchés financiers. Le principal organisme de réglementation des marchés nationaux de valeurs mobilières et des sociétés de placement, la *Securities and Futures Commission* (SFC) a vu son rôle renforcé pour ce qui est de la protection des investisseurs et de la réglementation de certaines activités liées aux valeurs mobilières. En fait, trois périodes peuvent être distinguées dans l'évolution du marché boursier.

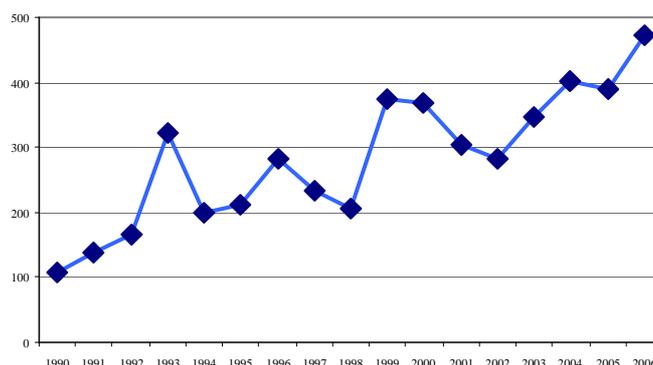
- 1997/1998 (les effets de la crise asiatique)
  - Intervention massive des pouvoirs publics sur les marchés
  - Extension de la supervision de la SFC

- 1999 -2003
  - Securities and Futures Ordinance (SFO) en 2003
  - Révision du règlement de cotation en 2002 et 2003
  - Création de la HKEx (fusion du Hong Kong Futures Exchange (marché dérivé) et du Stock Exchange of Hong Kong) en 2000
  - Lancement du Growth Enterprise Market (GEM)<sup>41</sup> en 1999
  
- 2003 - aujourd'hui (développer le rôle de plateforme de financement du Mainland)
  - Assouplissement des critères d'investissement via le CEPA (un accord commercial bilatéral entre Hong Kong et la Chine)
  - Désormais 50% de la capitalisation et du turnover de HKEx associés aux entreprises chinoises
  - Ouverture en 2004 de services en RMB (la monnaie chinoise) auprès des entreprises et particulier hongkongais

Le graphique 4.2 présente la capitalisation boursière des sociétés cotées (% du PIB) sur une période de 16 ans allant de 1990 à 2006. Le financement par le recours au marché d'actions ne cesse d'augmenter. Les capitaux levés sur les marchés d'actions (% du PIB) ont presque retrouvé le niveau qu'ils occupaient avant l'éclatement de la bulle spéculative de 2001 (voir annexe graphique 0.4.1). Hong Kong occupe la quatrième position mondiale derrière NYSE, Euronext et Londres (*World Federation of Exchanges*) en ce qui concerne le montant des actions émises en 2006. Effectivement, le marché des actions est devenu une source principale de financement pour les entreprises. Aujourd'hui Hong Kong est plébiscité par les professionnels comme la 3<sup>ème</sup> place financière la plus compétitive au monde (*Global Financial Centres Index*, 2009). Hong Kong continue toutefois d'améliorer le fonctionnement de ses marchés boursiers en réformant son régime de réglementation financière. La réforme, depuis la crise, est non seulement là pour améliorer la transparence et la discipline de marché mais également pour utiliser au mieux son statut comme l'accès principal aux affaires de la Chine.

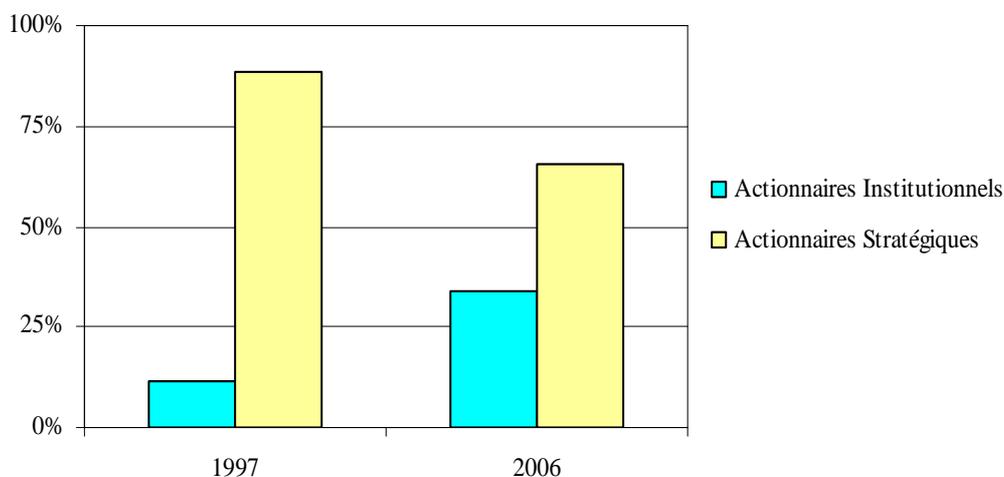
---

<sup>41</sup> Le Growth Enterprise Market n'oblige pas les entreprises d'atteindre un record de la rentabilité comme condition d'inscription. Cette suppression des barrières à l'entrée permet aux entreprises de lever des capitaux dans un marché à l'infrastructure bien réglementés

**Graphique 4.2 : Capitalisation boursière des sociétés cotées à Hong Kong (% du PIB)**

Source: *The World Bank Indicator* (<http://data.worldbank.org/indicator>)

Entre 1997 et 2006, notre analyse sur l'évolution de l'actionnariat au chapitre 2 a montré que la répartition des actionnaires institutionnels et des entités stratégiques a évolué vers un poids plus important des premiers dans tous les pays étudiés à l'exception de la Chine. Pourtant Hong Kong est marquée par une faible hausse du poids de ces investisseurs. Ainsi, les actionnaires stratégiques demeurent les principaux détenteurs d'actions en 2006 comme en 1997. Bien que nous ne puissions pas ignorer une augmentation de la part des actionnaires institutionnels, Hong Kong a mieux résisté à la montée en puissance de ces acteurs que la plupart des pays asiatiques.

**Graphique 4.3: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Hong Kong)**

*Note* : La part des actionnaires individuels est incluse dans celle des actionnaires stratégiques.

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

En référence à notre lexique théorique dans le chapitre 3, le changement institutionnel s'inscrit dans les traces du passé et peut impliquer de fortes résistances de certains groupes ou acteurs qui veulent maintenir l'ancienne règle du jeu sur laquelle ils ont construit leurs pouvoirs. Dans le cas d'Hong Kong, la prédominance du contrôle familial au sein des plus importantes entreprises cotées implique des défis. Ces sociétés hésitent à rendre public les problèmes et retards rencontrés car la richesse personnelle de leurs dirigeants et actionnaires majoritaires trouve sa source dans les actions qu'ils détiennent. De plus, dirigeants et actionnaires craignent pour leur réputation et s'inquiètent de perdre la face en raison de la publication de mauvais chiffres. Ainsi, le maintien des investisseurs stratégiques fait preuve d'une certaine forme d'inertie. Cette tendance se serait traduite par le fait que de grands groupes familiaux sont depuis toujours le type de gouvernance dominant. On peut voir dans le tableau 4.4 la prépondérance des sociétés industrielles parmi les entités stratégiques (62,7%). Les familles fondatrices restent très présentes dans l'actionnariat ainsi qu'aux postes de direction de ces groupes (Missions économiques, 2006). Même si les entreprises commencent à se rapprocher des normes internationales dans la logique anglo-saxonne en ce qui concerne leur mode de gestion, la résistance au changement empêcherait des transformations radicales du système précédent qui s'est mis en place pendant de longues années. Comme le montre le tableau 4.5, le nombre des administrateurs indépendants non exécutifs reste faible à Hong Kong par rapport aux pays anglo-saxons.

**Tableau 4.4 : Détention selon les types d'actionnaires stratégiques à Hong Kong (2006)**

	En millions de dollars	% du total
Banques	68 565,5	14,5%
Sociétés industrielles	295 486,0	<b>62,7%</b>
États et entités publiques	60 737,1	12,9%
Companies d'assurance	2 520,6	0,5%
Individuels	44 057,5	9,3%
<b>Total actionnaires stratégiques</b>	<b>471 366,7</b>	<b>100,0%</b>

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

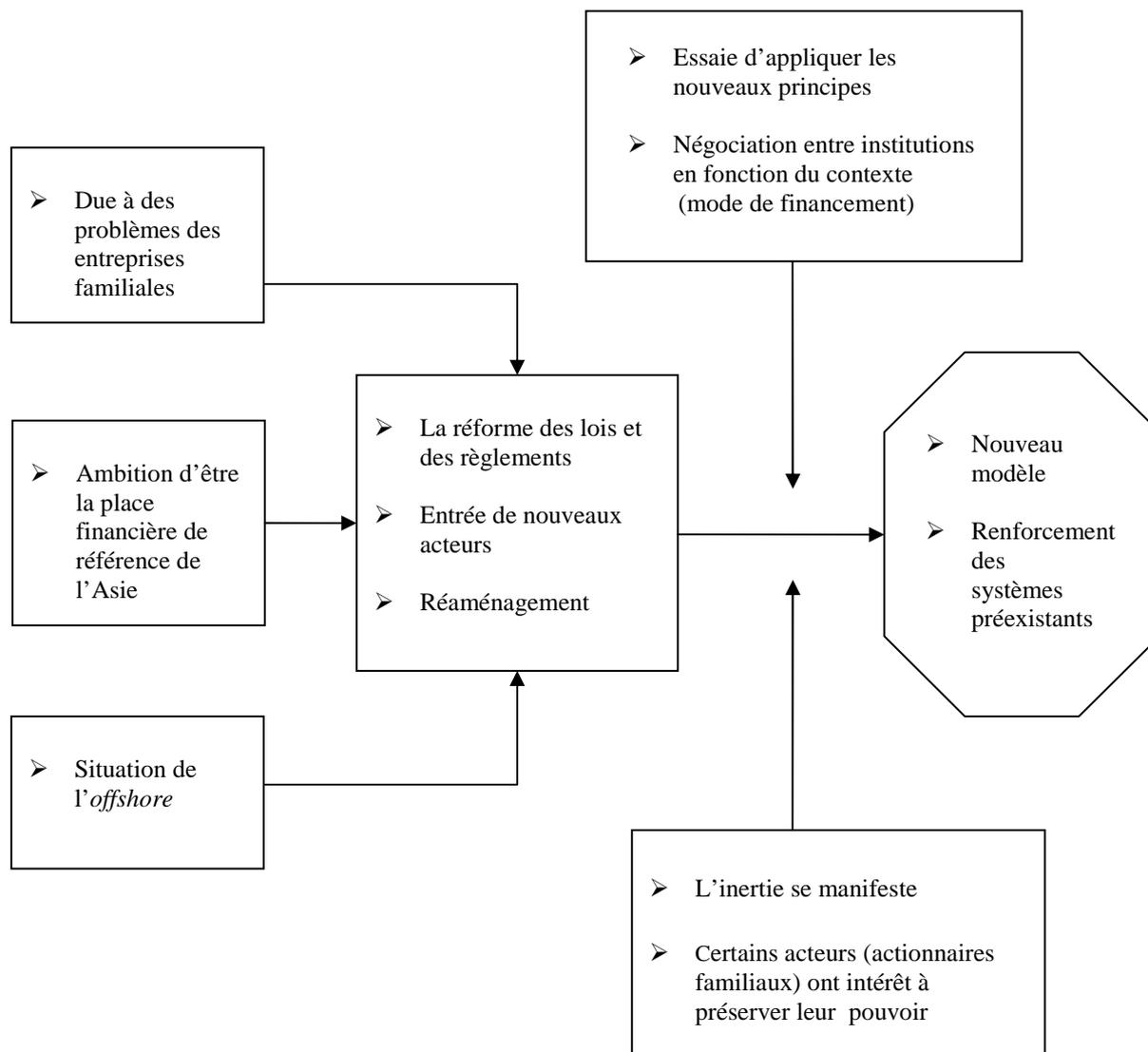
**Tableau 4.5 : Pourcentage moyen de directeurs indépendants (2005)**

Pays	% moyen directeurs indépendants
Hong Kong	28,1
Japon	5,8
France	43,3
Allemagne	1,5
USA	68,5
UK	51,7

Source : Maier (2005)

En définitive, **le modèle d'Hong Kong affirme que l'évolution de la gouvernance n'est pas un simple alignement sur le modèle anglo-saxon supposé plus performant mais une tentative pour compléter l'ancien modèle ou pour surmonter certains dysfonctionnements qu'il a suscité. Au lieu d'avoir massivement recours vers un actionnariat dispersé, Hong Kong est en train de chercher constamment à réformer d'une façon ou d'une autre son modèle dans lequel les actionnaires familiaux continuent à exercer un contrôle majoritaire.** De ce fait, les réglementations et les codes de la gouvernance sont renforcés visant à limiter des comportements opportunistes des actionnaires de contrôle. A titre d'exemple, l'adoption des règles comptables internationales et l'accent mis sur la responsabilité du conseil d'administration font parties des mesures prioritaires dans la réforme de la gouvernance. La consolidation du régime réglementaire pour améliorer le fonctionnement du marché boursier permettrait d'effectuer des fonctions disciplinaires et de contrôle. Cette réforme a bien entendu relevé d'une démarche gouvernementale. **Mais une telle application ne signifie pas la volonté de converger vers le modèle réputé le plus efficace.** Ce mouvement découle plutôt du changement dans l'environnement qui confronte les acteurs à de nouveaux problèmes. **Le cas d'Hong Kong illustre combien le processus d'hybridation n'est pas un simple démantèlement de l'ancien modèle de gouvernance mais constitue la source de l'émergence une configuration originale.** Les nouveaux et les anciens principes sont en train d'être greffés ensemble de multiples manières comme le montrent les différents modèles d'hybridation mis en avant ici.

**Figure 4.5 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation transparente US mais contrôle familial)**



## 2.2. L'hybridation forcée

La seconde configuration serait celle des pays qui sont entre le modèle A et le modèle d'Hong Kong (poids de la bourse, poids des actifs financiers gérés par les investisseurs institutionnels et les pratiques de gestion). **La plupart des pays étudiés appartiennent à ce modèle.** Il s'agit de la Corée, du Japon, des Philippines, de la Thaïlande, de la Malaisie et de Singapour. Au-delà de l'aspect relativement homogène, ce groupe peut se diviser en deux

sous-groupes La Corée, le Japon, les Philippines et la Thaïlande forment un premier groupe où la part des investisseurs institutionnels et du financement par les actions est devenue beaucoup plus importante entre 1997 et 2006. Le processus d'hybridation dans ce groupe souligne le caractère dynamique et tâtonnant des stratégies en vue de s'adapter au nouvel environnement qui s'est constitué après la crise. A l'inverse, le cas de la Malaisie et de Singapour décrit une transition lente et passive des systèmes de gouvernance même si ces 2 pays présentent un poids relativement important des actionnaires institutionnels d'une part et du rôle du marché boursier d'autre part.

➤ **Premier sous-groupe : la Corée, le Japon, les Philippines et la Thaïlande**

La transformation des modes de gouvernance dans les pays dont la Corée, le Japon, les Philippines et la Thaïlande appartient à une configuration bien différente par rapport au modèle précédent (l'hybridation transparente US mais contrôle familial). On peut qualifier la décennie des années 90 de « décennie de transition » en raison de la présence de nouveaux actionnaires, nouvelles normes en matière de transparence et de communication ainsi que de nouvelles figures des modes de gouvernance. Comme le chapitre 2 l'a souligné, le modèle de la Corée et du Japon est caractérisé par les liens d'actionnaires minoritaires croisés au sein de grandes entreprises. Les entreprises familiales sont les structures de firme les plus répandues aux Philippines et en Thaïlande. Les relations étroites à long terme existant entre les entreprises et l'absence de séparation des fonctions de décision et de propriété finissaient souvent par une gestion opaque. Les actionnaires extérieurs de façon générale ne pouvaient pas accéder à l'information concernant les décisions et les résultats de l'entreprise (ADB, 2000, 2001; The World Bank, 1998a, 1998b). Le financement des entreprises très fortement orienté sur le crédit bancaire. Dans le cas du Japon, les *keiretsus* sont liés par des participations croisées coordonnées par une banque principale. Les *chaebols* sont financés par les banques contrôlées par l'État. Comme l'indique le tableau 4.6, les entreprises ont des ratios d'endettement assez élevés en Corée et en Thaïlande.

**Tableau 4.6 : Ratio d'endettement pour certains pays asiatiques (en %)**

Pays	1988-1996
Corée	3,467
Hong Kong	1,902
Malaisie	0,908
Phillippines	1,129
Singapour	0,936
Thaïlande	2,008

Source : Khan (2001)

La crise externe et interne depuis le début des années 1990 a fait entrer ces pays dans une période d'incertitude sans précédent dans leur histoire et suscité divers essais et erreurs dans les domaines de la gouvernance et du secteur financier. La Corée, les Philippines et la Thaïlande étaient les pays les plus critiqués sur le dysfonctionnement des systèmes de gouvernance parmi les pays affectés par la crise de 1997 (ADB, 2000). Au Japon, la nécessité d'opérer une réforme structurelle en profondeur de la gouvernance a déjà commencé à s'imposer depuis la récession du début des années 80. Mais les réformes et les changements sont devenus manifestes après la crise financière. Les faillites ainsi que les activités douteuses, comme les avantages excessifs accordés aux actionnaires de contrôle de *chaebols* et *keiretsu* ou des entreprises familiales aux Philippines et en Thaïlande ont été à l'origine de pressions et de mesures visant à réformer les pratiques en matière de gouvernance d'entreprise. Même si on ne peut pas attribuer la crise à des défaillances de la gouvernance, ces faiblesses ont certainement joué un rôle et contribué à l'ampleur des difficultés. Ces incidents ont donné lieu à une révision de la réglementation et à des mesures de réforme, notamment les dispositions en matière de transparence et de communication financière.

Chaque pays a adopté une approche axée sur le marché pour aborder la restructuration des entreprises. Cela a conduit à la rédaction de codes et des rapports en matière de gouvernance, par exemple : *Code of Best Practice for Corporate Governance (The Korean Committee on Corporate Governance ,1999)*, *Code of Corporate Governance (The Philippine Securities & Exchanges Commission ,2002)*, *Code for Directors of Listed Companies (The Stock Exchange of Thailand, 1999)* et *Corporate Governance Principles (The Japan Corporate Governance Forum, 1997)*. Ces codes, malgré l'existence de certaines différences en fonction du pays, concernent l'indépendance des membres du conseil et la séparation des pouvoirs au sein des sociétés, l'obligation de communication d'informations détaillées sur les

opérations importantes et la mise en place de comités spécialisés. La mise en œuvre de cette politique a permis aux 4 pays d'aligner son cadre de gouvernance d'entreprise sur les principes préconisés par l'OCDE.

**Tableau 4.7 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande)**

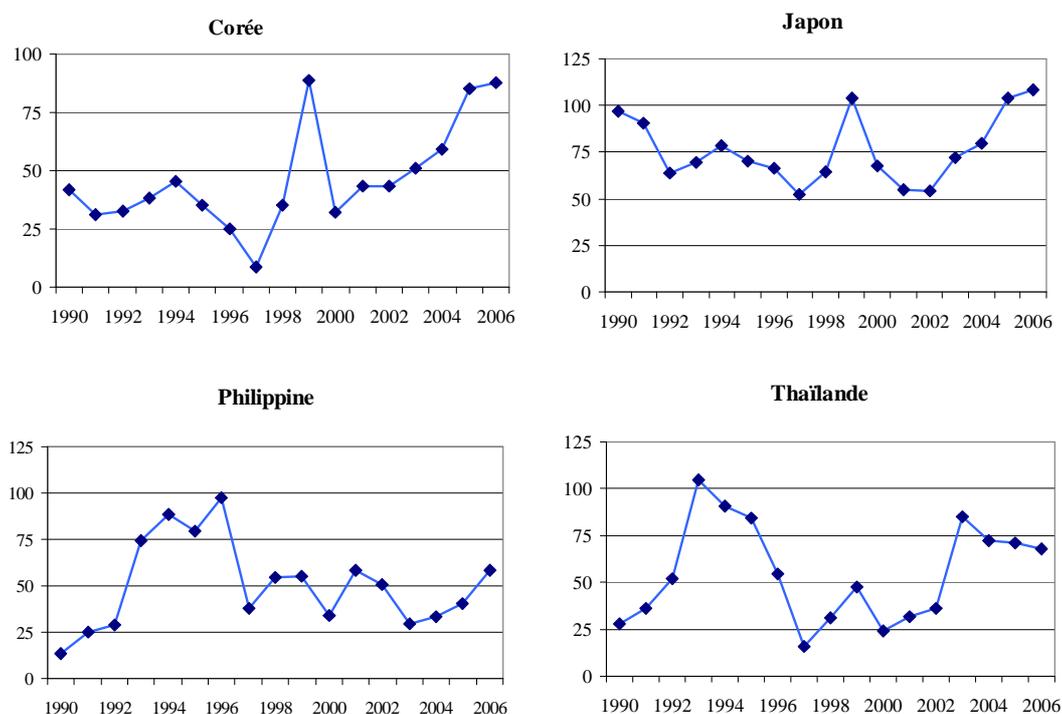
Corée	
1999	Committee on Corporate Governance : Code of Best Practice for Corporate Governance
2000	Statement of Korea Accounting Standards
2003	Revised Code of Best Practice for Corporate Governance
2004	New securities class-action law
2005	Revised Securities and Exchange Act
Japon	
1997	JCGF (Japan Corporate Governance Forum) Principles
2001	The Financial Accounting Standards Foundation Revised JCGF Principles
2002	Commercial Code Revision on Boards Commercial Code Revision on Statutory Auditors and Directors
2004	Tokyo Stock Exchange Principles
Philippines	
2000	Securities Regulation Code
2002	Philippines Code of Corporate Governance Philippines Guidelines on Independent Directors
2004	Requirements on Nomination and Election of Independent Directors
2005	Introduction of International Financial Reporting Standards
Thaïlande	
1999	Code for Directors of Listed Companies
2004	Federation of Accounting Professions : Thai Accounting Standards
2006	Revised Code of Corporate Governance
2007	Securities and Exchange Act B.E 2551

Source: *Asian Corporate Governance Association*

Tournons-nous à présent vers les changements intervenus dans le mode de financement. La réforme financière est principalement constituée de mesures visant à revitaliser les marchés financiers. Cela a permis aux marchés d'actions de jouer un plus grand rôle dans l'ensemble des activités de financement pour les 4 pays. Si les banques étaient la principale source de financement des entreprises pendant la période de croissance, leur influence sur les entreprises s'est constamment affaiblie ces dernières années. La cause majeure en est que les entreprises sont devenues beaucoup plus dépendantes de l'activité du marché boursier. Un autre facteur est que la plupart des banques ont rencontré des difficultés

plus ou moins graves à cause de créances douteuses ou irrécouvrables depuis la crise. Comme on peut le constater dans le graphique 4.4 la capitalisation boursière des sociétés cotées (% du PIB) n'a cessé de croître<sup>42</sup>. Avec l'approfondissement des marchés boursiers depuis les réformes accélérées dans les années 90, les entreprises ont eu à faire face à la modification de leur structure de financement. Les entreprises s'introduisent de plus en plus en bourse et cela donne l'occasion d'engager une stratégie de gestion transparente des comptes de l'entreprise. Ceci peut se traduire par un effort de communication financière ciblant les investisseurs externes. Les modes de rémunération fondés sur les actions se sont progressivement développés. Aujourd'hui, la bourse constitue en cela une source de financement alternative ou complémentaire d'un prêt bancaire.

**Graphique 4.4 : Capitalisation boursière des sociétés cotées (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande, % du PIB)**



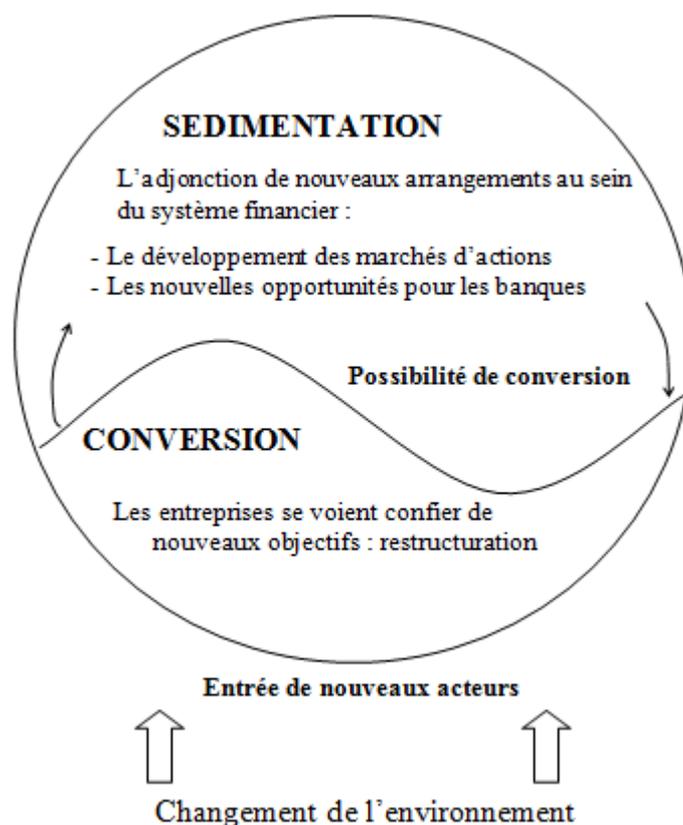
Source: *The World Bank Indicator* (<http://data.worldbank.org/indicator>)

Finalement, les entreprises ont dû faire face à des changements institutionnels profonds introduits dans le cadre des réformes du secteur financier et du mode de gestion.

<sup>42</sup> La baisse de la capitalisation boursière en Thaïlande depuis 2003 s'explique par une dégradation de l'investissement. Selon *The World Bank* (2009), cette détérioration de l'investissement est liée à l'incertitude politique et à l'absence d'amélioration dans les infrastructures

L'importance grandissante des marchés d'actions en parallèle avec les banques au sein du système financier illustre parfaitement le processus de sédimentation institutionnelle repéré dans le chapitre 3. Notons qu'une grande partie de ces réformes s'inscrit dans la logique anglo-saxonne. La mise en œuvre d'un système dans lequel les entreprises modifient leur comportement à travers les disciplines de marché, suppose une remise en cause des structures existantes. Dans le cas de la Corée, les réformes se sont attaquées directement aux principes sur lesquels les *chaebols* sont construits. Des mesures réformatrices accompagnées de changements de cadre légal, qui ont permis aux *chaebols* de se développer (voir annexe figure 0.4.2), ont constitué un des principaux facteurs qui ont suscité la restructuration des entreprises. Chez son voisin japonais, les réformes du droit des affaires de 2002 ont forcé les firmes à choisir entre deux types de structures et de modes de fonctionnement : soit un système proche de celui américain soit un système adapté au modèle traditionnel japonais. En effet, nous sommes en présence d'un processus de conversion institutionnelle au sens où les entreprises sont réorientées vers de nouveaux objectifs conduisant à des changements dans les fonctions qu'elles ont assumées sous la pression d'un changement de l'environnement.

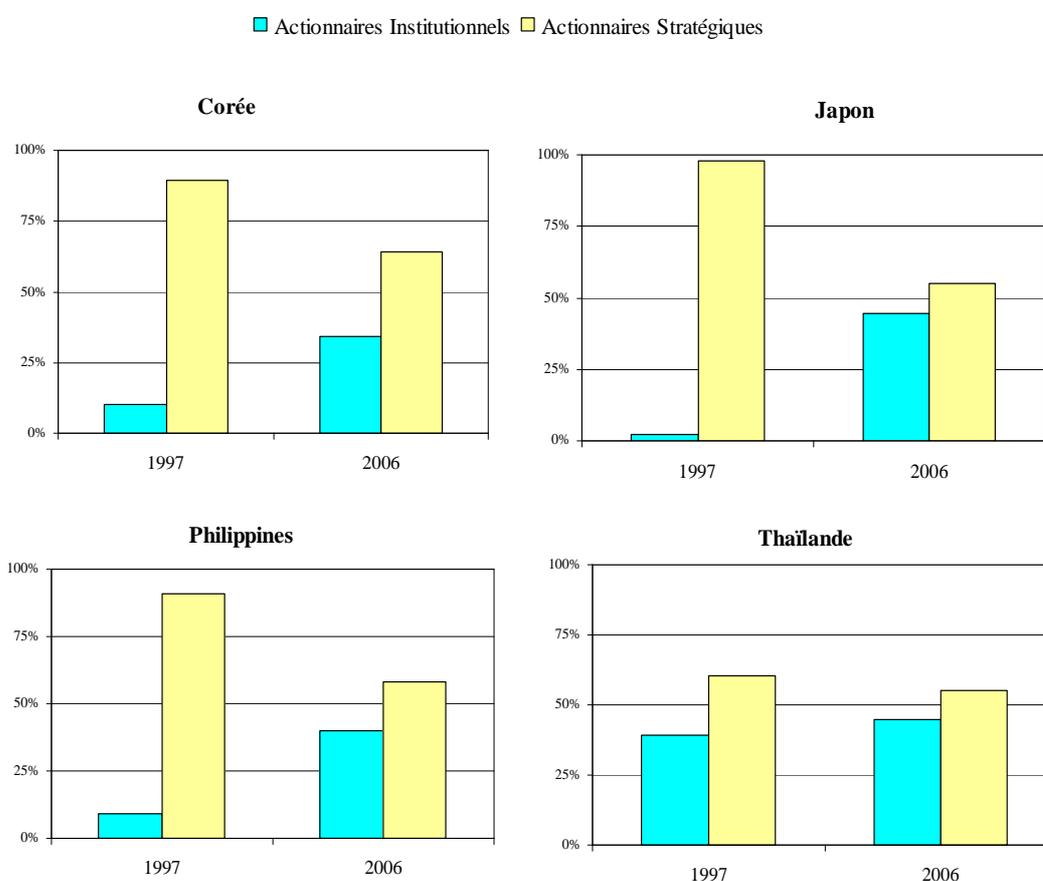
**Figure 4.6 : Changement caractérisé par le processus de sédimentation et de conversion**



Source : l'auteur

L'accroissement du poids des investissements institutionnels constitue un autre changement significatif dans les 4 pays (la Corée dans une moindre mesure). On remarque, comme le graphique ci-après le montre, que les fonds institutionnels se sont développés de manière importante au Japon alors que la Thaïlande montre une faible augmentation de leurs poids. Cependant, il faut noter que le plus important acteur parmi les investisseurs institutionnels (41% de la valeur des institutionnels) en Thaïlande était le fonds contrôlé par l'État (*Financial Institutions Development Fund*) en 1997. La composition des actionnaires institutionnels en 2006 montre que les actifs institutionnels sont désormais partagés auprès des actionnaires privés thaïlandais et étrangers. Il serait en effet plus correct de dire que l'augmentation des détentions institutionnelles en Thaïlande est similaire à celle de la Corée et des Philippines. Par contraste avec les aspects du modèle d'Hong-Kong, il est certain que les nouveaux actionnaires ont réussi à s'imposer dans les structures actionnariales. Cette évolution affecte les anciens modèles, même si les entités stratégiques restent majoritaires.

**Graphique 4.5: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande)**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Les trois pays sauf le Japon ont connu une diminution du poids des sociétés industrielles entre 1997 et 2006. Notre observation fait apparaître que cette diminution s'est effectuée au profit des fonds mutuels. Ces derniers représentent entre 23% et 34% de l'ensemble des actionnaires en 2006 en fonction des pays. En revanche, au Japon les banques semblent jouer un rôle important en tant que gestionnaires de portefeuille (Tableau 4.8.). Nous pouvons penser qu'elles jouent un rôle différent de celui qui était le sien avant les années 90 : c'est le résultat de la diversification des activités bancaires au-delà des traditionnelles fonctions bancaires de base. Les compagnies d'assurances ont elles aussi développé leur filiales de gestion d'actifs.

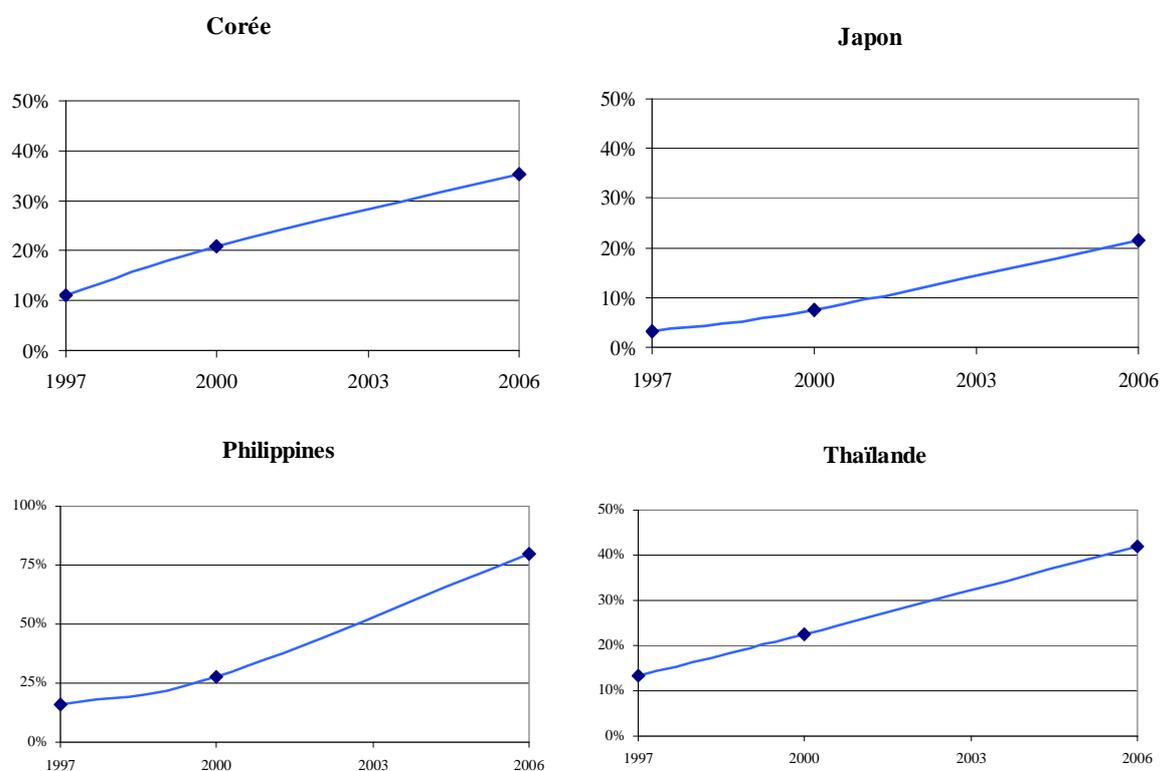
**Tableau 4.8 : Détention selon les types d'actionnaires institutionnels au Japon (1997 et 2006)**

	1997	2006
	% du total	% du total
Banques	0,7%	<b>22,3%</b>
Fonds des universités	0,1%	0,0%
Fonds spéculatifs	0,0%	1,5%
Companies d'assurance	0,1%	<b>9,1%</b>
Fonds mutuels	0,9%	10,5%
Fonds de pensions	0,4%	1,0%
Capital risque	0,0%	0,1%
<b>Total général</b> (actionnaires stratégiques et institutionnels)	100,0%	100,0%

Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

D'ailleurs, accompagnant le poids croissant des investisseurs institutionnels, l'ouverture internationale s'est approfondie. Les taux de détention des actionnaires étrangers s'est accru dans les 4 pays. Plus précisément, on note une augmentation importante du poids américain à l'exception de la Thaïlande (où l'augmentation de la part singapourienne est assez importante). Cette évolution est liée à la progression des actifs financiers drainés par des fonds mutuels provenant des Etats-Unis. Les Philippines est le pays où le mouvement de pénétration des investisseurs étrangers a été le plus sensible depuis 1997 (Graphique 4.6).

**Graphique 4.6 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande, % de la capitalisation totale)**



Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

De l'ensemble de ces observations, une question fondamentale se dégage. Sachant que les pays pratiquant des participations croisées et circulaires entre sociétés se protègent contre une éventuelle pénétration extérieure, comment peut-on expliquer le couplage de ces structures et la forte présence d'investisseurs institutionnels ? Comme nous le faisons remarquer précédemment (3.1 du chapitre 2), en raison de la dissolution des actionnaires de contrôle depuis la crise de 1997, on peut émettre l'hypothèse selon laquelle la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes en Asie est concomitante au recul des participations des actionnaires de contrôle.

Un test statistique sur le cas du Japon semble confirmer cette hypothèse. La dilution des participations des actionnaires ultimes est mesurée par le taux des participations croisées entre 1997 à 2006. Nous avons choisi ce pays compte tenu de la disponibilité des données et du fait que le système de gouvernance japonais est en grande partie établi sur les participations croisées entre les entreprises. Les données sur le taux de la participation croisée

proviennent du NLI *Research Institute* du Japon. Concernant les données sur le poids des actionnaires institutionnels, nous mobilisons notre étude à partir des bases de données de *Thomson Reuters*.

Si on calcule le coefficient de corrélation entre le taux des participations croisées et le niveau de participation des investisseurs institutionnels, on obtient le résultat présenté dans le tableau 4.9. On remarque que la corrélation est négative et forte (coeff. de - 0,908). Ceci nous indique que le démantèlement des actionnaires de contrôle peut constituer un déterminant important dans le développement des gestionnaires de portefeuille. Ce résultat est intéressant dans la mesure où il peut encourager les décideurs politiques dans les pays à agir directement sur la régulation des participations croisées, étant donné qu'il est susceptible d'agir sur la propriété plus dispersée du capital.

**Tableau 4.9 : Corrélation des niveaux de participation entre des actionnaires de contrôle et des actionnaires institutionnels**

	Corrélation
Participations croisées/Investisseurs institutionnelle	-, 908**

*Note* : \*\* significatif au seuil de 5%.

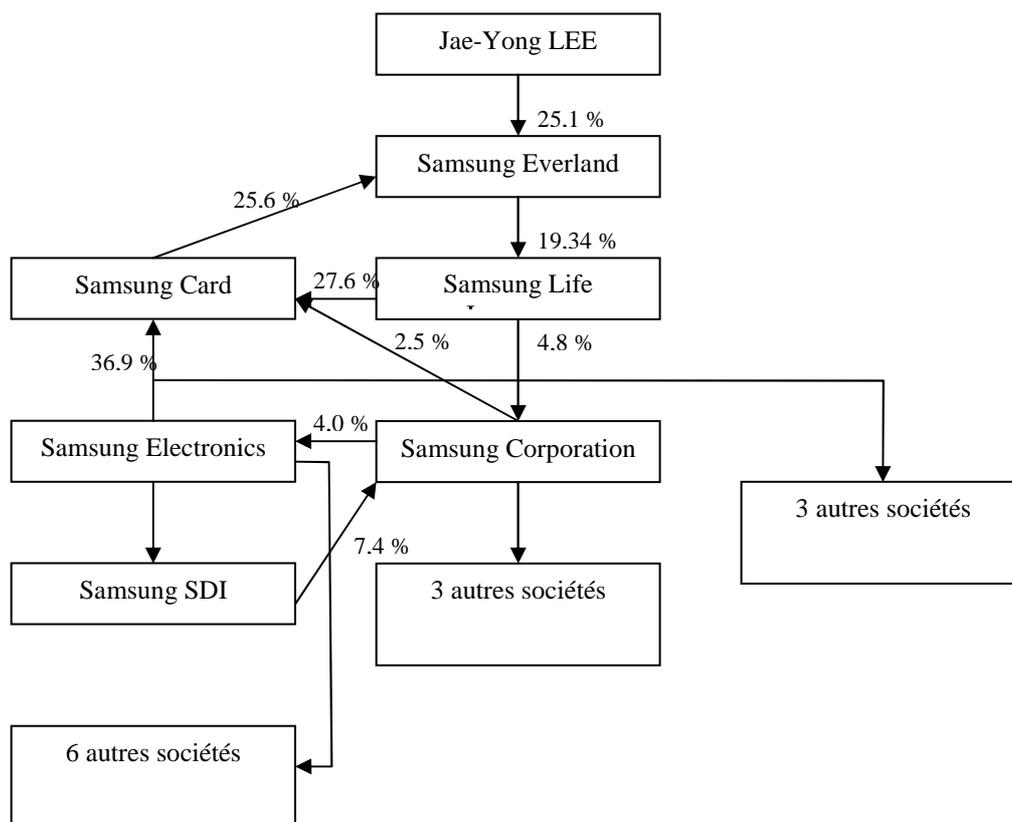
Effectivement, nous observons une transition vers un modèle qui s'éloigne des systèmes préexistants. Les systèmes financiers plus orientés vers le marché et la série des mesures destinées à la réforme de la gouvernance d'entreprise, ont modifié en profondeur l'environnement et le cadre institutionnel. Ces changements ne doivent pas être sous-estimés et il paraît clair que les entreprises ont à l'occasion de la crise connu des métamorphoses quelquefois profondes. Confrontés à plusieurs défis, les entreprises ont adopté une attitude active et cherché à tirer partie des nouvelles opportunités. Cependant, toutes les firmes n'ont pas réagi de façon identique aux réformes d'après la crise. Certains acteurs craignent les nouvelles idées et préfèrent maintenir les choses comme elles l'ont toujours été. En fait, toute réforme institutionnelle implique une redistribution des cartes et de nombreux intérêts voient leurs positions modifiées. Si elle se traduit comme étant de nouvelles occasions, celles-ci ne

sont pas exploitées de façon analogue par les acteurs. Ceci sera à l'origine de divergences de trajectoires d'une entreprise à l'autre (Sako, 2007).

Selon Lynn (2005), la structure familiale du capital des entreprises aux Philippines constitue un obstacle majeur pour l'adoption de nouvelles pratiques de gouvernance. Dans de telles structures, un certain nombre de sociétés continuent d'associer les rôles de directeur général et de président. Le concept d'administrateur indépendant n'est pas encore entré : rare sont les entreprises qui comptent un nombre suffisant d'administrateurs indépendants. Plusieurs grandes entreprises établissent encore leurs états financiers selon les normes comptables locales. Cette situation est donc similaire à celle en Thaïlande. La corruption et l'expropriation d'actionnaires sont d'autres problématiques qui présentent un impact en matière de protection juridique des investisseurs et d'application de la loi. Le respect médiocre des codes et principes de gouvernance traduit la domination de gros actionnaires familiaux (Nikomborirak, 2005). Ces pays présentent encore un modèle de transparence limité et hésitant, et ce n'est pas un hasard si le changement institutionnel requiert du temps. L'inertie qui se manifeste rend les changements radicaux des modèles de gouvernance difficiles et coûteux.

Les caractéristiques du modèle coréen illustre également les processus d'inertie institutionnelle. On remarque une résistance face aux réformes, notamment dans les sociétés membres des *chaebols* où les familles fondatrices veulent continuer de disposer du pouvoir de contrôle sur le groupe. La participation familiale du groupe a fortement diminué depuis la crise. Toutefois, la faible participation familiale est largement compensée par les prises de participations entre sociétés membres (*Centre for Good Corporate Governance*). Comme le témoigne la figure suivante, la domination du propriétaire manager est préservée. Dans le cas du Japon, la capacité de résistance au changement s'est avérée importante en raison de la forte cohérence interne du système antérieur, notamment par des contrats implicites financier et d'emploi. Certaines catégories d'agents (les dirigeants au sein de *keiretsu* ou les syndicats qui veulent garder leur capacité à participer à la négociation collective et préserver l'emploi à vie) restent attachés à la préservation d'éléments de l'ancien système (Aoki, Jackson et Miyajima, 2007; Jackson, 2007).

**Figure 4.7 : Liens capitalistiques entre les principales sociétés du groupe Samsung en 2007**



*Note* : Jae-Yong Lee est l'héritier du fondateur du group de *Samsung*.

*Source*: *Centre for Good Corporate Governance* (2007)

En définitive, cette période peut être décrite comme un processus de tentatives de conciliation de deux logiques différentes. Aux nouvelles tendances s'inspirant de la logique *outsider* continuent de se mêler les modes et les formes de gouvernance existantes des entreprises. Par exemple, l'introduction des stock-options n'est pas forcément antagoniste avec l'ancien modèle. Aujourd'hui, de plus en plus de sociétés complètent la rémunération de leurs salariés en accordant des stock-options en Corée et au Japon. Ce mouvement renvoie à un processus d'hybridation qui, tout en conservant la forme organisationnelle typique des grandes entreprises et des entreprises familiales, adopterait des caractéristiques exogènes qui pourraient progressivement contribuer à une restructuration du système.

➤ **Deuxième sous-groupe : la Malaisie et Singapour**

Les réformes à Singapour et en Malaisie ont été provoquées par la crise asiatique. Bien que Singapour a été moins touché par la crise que la plupart des autres pays d'Asie, il n'a pas été épargné par le ralentissement économique. Étant donné le membre de l'ASEAN, la coopération et l'assistance mutuelle entre ses membres depuis les années 90 signifie que l'économie de Singapour était étroitement liée à celle d'autres économies régionales (particulièrement avec l'Indonésie, la Malaisie, les Philippines et la Thaïlande). Par exemple, la plupart des crédits bancaires privés à ses voisins se trouvaient en situation de créances douteuses, même si son système bancaire a été solide. A l'occasion de la crise, les réformes sont organisées pour redéfinir ses orientations : être le centre financier hors Hong Kong et diminuer un certain rôle de l'État au profit d'un renforcement de l'initiative privée. De son côté, des améliorations de la transparence financière et de la gouvernance d'entreprises sont apparues après la crise en Malaisie. Le développement malaisien a été largement impulsé par l'installation de firmes à capital étranger depuis que ce pays a opté pour le libéralisme économique (en 1986). Les défis de la crise asiatique ont amené le gouvernement malaisien à mettre en œuvre des mesures qui ont pour but d'attirer les investisseurs étrangers à la suite de la baisse de valeur des capitaux étrangers.

En tant qu'anciennes colonies britanniques, le système légal de la Malaisie et de Singapour<sup>43</sup> est fondé sur le *common law*. Contrairement à l'hypothèse de La Porta *et al.* (1997, 1998), la Malaisie n'avait assuré qu'une protection limitée aux actionnaires minoritaires et aux créanciers avant la crise. L'action en justice est souvent perçue comme utilisable uniquement pour protéger les intérêts politiques. À l'inverse, Singapour, qui veut devenir le point d'ancrage des investissements étrangers en Asie du sud-est et la plate-forme de services financiers de la région, possédait un système juridique à l'efficacité reconnue. En ce qui concerne la qualité des normes de gouvernance, Singapour occupe le 2<sup>ème</sup> rang derrière Hong Kong parmi les pays asiatiques étudiés. Cependant, le modèle singapourien est l'objet de critiques fustigeant son opacité de la gestion, liée forcément à l'implication directe ou indirecte de l'État dans la gestion de grands groupes industriels et commerciaux notamment par le biais du holding public d'investissement (supra, chapitre 2) et sa faible protection des actionnaires minoritaires (Chng et Mak, 2000). A titre d'exemple, le tableau suivant montre

<sup>43</sup> Composée à l'origine de Singapour et de Malaya, la Malaisie a été fondée en 1957, avant la sécession de Singapour en 1965.

certaines sociétés contrôlées à la fin des années 90 par le holding public d'investissement, Temasek. Étant donné que ces entreprises possèdent certaines filiales et celles-ci sont souvent reliées aux d'autres entreprises liées au gouvernement par la participation croisée, on peut très bien imaginer que le contrôle de l'État sur les entreprises ne doit pas être ignoré. La même observation peut être dressée en Malaisie. L'actionnariat des entreprises malaisiennes sont pour la plupart sous le contrôle familial mais la stratégie des firmes était souvent impulsée par l'État.

**Tableau 4.10 : La part du capital de Temasek (à la fin des années 90)**

Sociétés cotées	%	Sociétés non cotées	%
Singapore Telecom	79,7	PSA Corporation	100
SMRT	62	Singapore Technologies	100
SembCorp Industries	57,9	MCS Group (MediaCorp)	100
Singapore Airlines	56,3	Singapore Power	100
SNP Corporation	49	Tuas Power	100
Neptune Orient (NOL)	32,7	Indeco	96,4
Keppel Corporation	32,4	ECICS Holdings	100
DBS Group	34	PWD Corporation	100
		ENV Corporation	100

Sources: Khan (2003), *Temasek Holdings*

Dans les deux pays, les réformes du régime de la gouvernance ont été réalisées par diverses interventions législatives successives, ainsi que par la régulation financière. La réflexion relative à la gouvernance est récente en Malaisie. Née dans un contexte de crise économique, elle a conduit en 2000 à l'adoption *The Malaysian Code on Corporate Governance* issu du rapport de *Hampel* (Grande Bretagne) par *Finance Committee on Corporate Governance*. Quatre grands thèmes y sont traités: les responsabilités du conseil d'administration, la relation entre actionnaires et conseil d'administration, des rémunérations des dirigeants et le rôle des comités d'audit. Cette démarche suppose une remise en cause des structures existantes car elle contraint les sociétés cotées à informer le public sur leur propre pratique de la gouvernance d'entreprise. Par exemple, peu de renseignements étaient disponibles pour apprécier la composition des conseils et des comités avant la crise (*Malaysian Institute of Corporate Governance*). La réflexion relative à la gouvernance se

situé au cœur d'un des défis majeurs auxquels sont aujourd'hui confrontés les entreprises familiales. Quant à Singapour, *Singapore Code of Corporate Governance* sur la même base que la Malaisie est élaboré par *Corporate Governance committee* en 2001. Les principaux thèmes concernent la transparence et la diffusion de l'information, le rôle du conseil d'administration et la communication avec actionnaires. En plus, les autorités imposent l'application des normes nationales (*Financial Reporting Standards*) fondées sur les normes comptables internationales (IFRS). L'objectif vise clairement à augmenter l'attractivité de Singapour comme place financière internationale. Ainsi, les deux pays ont été d'autant plus désireux d'adopter la base des principes britanniques en croyant que cela conduirait à l'amélioration de leur profil de gouvernance. Les codes sont révisés régulièrement pour tenir compte des évolutions des contextes et des préoccupations par les pays.

**Tableau 4.11 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Singapour et Malaisie)**

Malaisie	
2000	Malaysian Code on Corporate Governance
2001	Revised The Malaysian Companies Act Listing Requirements for Main Board & Second Board
2006	Financial Reporting Standards
2007	Companies Bill Capital Market Services Act 2007
Singapour	
2001	Singapore Code of Corporate Governance Securities and Futures Act
2002	SGX (Singapore Stock Exchange) consultation paper on Listing Rules Revised Companies Act
2004	Financial Reporting Standards
2005	Revised Code of Corporate Governance Proposals to enhance Standards of Governance and Listings

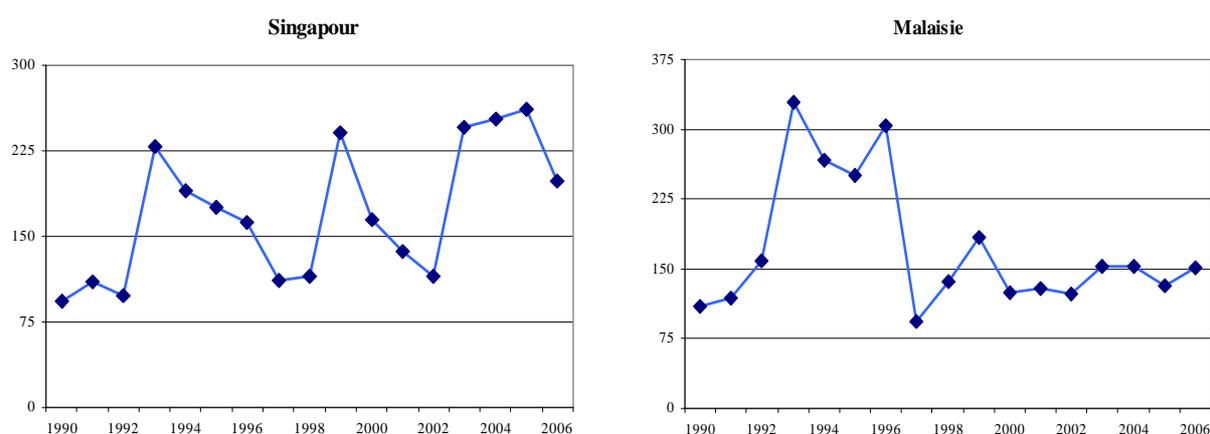
Source: *Asian Corporate Governance Association*

Ces deux pays ont une certaine tradition en matière de financement par les actions plus développées que les autres pays asiatiques à l'exception d'Hong Kong. Comme le fait remarquer Demirgüç-Kunt et Levine (1995), "*Furthermore, while richer countries generally have more developed stock markets than poorer countries, many markets labeled "emerging" - such as Hong Kong, Singapore, Korea, Malaysia, and Thailand - are*

*systematically more developed than markets labelled “developed” - such as France, the Netherlands, Australia, Canada, Sweden, and Norway”* (p.28). Singapour a en effet entrepris, dès les années 60, des réformes destinées à développer le secteur financier national pour mieux assurer son développement économique à long terme. En Malaisie, la dynamisation des marchés d’actions est le résultat des politiques publiques mises en œuvre par les États dans les années 90 qui ont cherché à diversifier leurs modes de financement et surtout à attirer les capitaux étrangers.

Les plans de réforme du secteur financier depuis la crise visent à renforcer le secteur bancaire autant que celui du marché financier en Malaisie ainsi qu’à Singapour (*Financial Sector Master Plan* et *Capital Master Plan* en Malaisie et *Financial Sector Review Group*, *SGX (Singapore Exchange)-Securities Trading* et *SGX-Derivatives Trading* à Singapour). Une analyse du ratio capitalisation boursière/PIB donne une indication de la croissance du rôle de la bourse dans l’économie singapourienne et malaisienne. À Singapour, les capitaux levés sur les marchés d’actions (% du PIB) se sont globalement accrus depuis l’éclatement de la bulle spéculative de 2000-2001 tandis qu’ils sont relativement faibles pour les entreprises malaisiennes (voir annexe graphique 0.4.3). S’ils sont l’un des plus actifs d’Asie, ils sont encore loin de ceux d’Hong Kong.

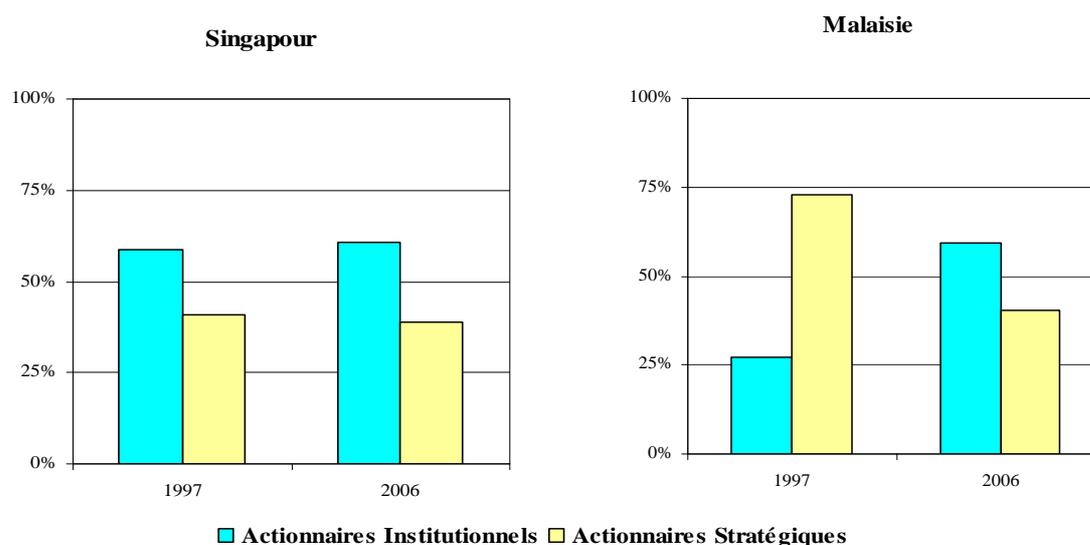
**Graphique 4.7 : Capitalisation boursière des sociétés cotées à Singapour et en Malaisie (% du PIB)**



Source: *The World Bank Indicator* (<http://data.worldbank.org/indicator>)

Le graphique ci-dessous montre que plus de la moitié du capital des entreprises cotées est détenue par les actionnaires institutionnels en 2006 dans les deux pays. La tendance à la hausse du poids des investisseurs institutionnels sur la période 1997-2006 est relativement élevée en Malaisie. Cette observation nous donne l'impression que la composition de l'actionnariat des entreprises malaisiennes a basculé depuis les réformes.

**Graphique 4.8 : Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Singapour et Malaisie)**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Une analyse plus fine, menée à la typologie des investisseurs, révèle que les fonds souverains sont les principaux acteurs par les actifs gérés à Singapour<sup>44</sup> (Tableau 4.12). Globalement, la structure de l'actionnariat n'a pas été beaucoup modifiée depuis 1997 sauf qu'il y aurait une sorte de substitution des entités publiques par les sociétés industrielles. En ce qui concerne les actionnaires institutionnels, la période étudiée est caractérisée par une croissance de l'industrie nationale de fonds mutuels (de 3% à 24%)<sup>45</sup>. Intuitivement, on pourrait croire que le remplacement des participations de l'État par celles des entreprises signifie le recul de l'intervention publique dans la gestion des sociétés. Néanmoins, cette idée doit être nuancée compte tenu du fait que les autorités publiques gardent toujours leur pouvoir de contrôle sur les entreprises via des holdings (Tableau 4.13), on pourrait en effet penser que les participations étatiques dans les nombreuses entreprises ont tendance à se maintenir.

<sup>44</sup> Leur part dans la capitalisation totale étudiée est passée de 39 à 36%.

<sup>45</sup> La hausse de la part de l'industrie nationale de fonds mutuels est contrebalancée par la baisse de la présence des fonds hongkongais entre 1997 et 2006.

**Tableau 4.12 : Détention selon les types d'actionnaires à Singapour et en Malaisie(2006)**

	Singapour	Malaisie
Banques	8,1%	5,5%
Fonds spéculatifs	0,5%	0,0%
Companies d'assurance	0,6%	2,1%
Fonds mutuels	<b>14,8%</b>	<b>28,1%</b>
Fonds de pensions	1,1%	10,7%
Capital risque	0,4%	0,0%
Fonds souverains	<b>35,5%</b>	<b>11,9%</b>
Fondations	0,0%	1,1%
<b>Total investisseurs institutionnels (A)</b>	60,9%	59,4%
Banques	0,1%	0,1%
Sociétés industrielles	<b>28,4%</b>	<b>32,7%</b>
États et entités publiques	1,2%	0,2%
Companies d'assurance	0,0%	0,1%
Individuels	9,2%	7,5%
<b>Total actionnaires stratégiques (B)</b>	38,9%	40,5%
<b>Total (A+B)</b>	100,0%	100,0%

Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

**Tableau 4.13 : La part du capital de Temasek (2008)**

<b>Finance &amp; Banking</b>	<b>Telecom &amp; Media</b>
DBS Group Holdings (28%)	MediaCorp (100%)
PT Bank Danamon Indonesia (58%)	Singapore Telecommunications (55%)
Hana Financial (10%)	Shin Corporation (42%)
ICICI Bank (8%)	ST Telemedia (100%)
Fullerton Securities and Wealth Advisors (100%)	
<b>Transport &amp; Logistics</b>	<b>Infrastructure, Industrial &amp; Engineering</b>
PSA International (100%)	Keppel Corporation (21%)
SIA (54%)	Singapore Technologies Engineering (50%)
Jetstar Asia Airways (19%)	SembCorp Industries (49%)
Neptune Orient Lines (66%)	CitySpring Infrastructure Trust (27,8%)
<b>Real Estate</b>	<b>Technology</b>
CapitaLand (40%)	Chartered Semiconductor Manufacturing (59%)
Mapletree Investments (100%)	STATS ChipPAC (83%)
<b>Pharmaceuticals</b>	<b>Consumer &amp; Lifestyle</b>
Quintiles (16% en 2004)	Wildlife Reserves Singapore (88%)
Matrix Laboratories (14% en 2004)	Fraser and Neave (15%)
<b>Energy &amp; Resources</b>	
Singapore Power (100%)	

Source : *Temasek Holdings*

Quant à la Malaisie, la valeur détenue par les actionnaires institutionnels a continué à augmenter après 1997 (Graphique 4.8). On note un renforcement de la présence des fonds mutuels (de 6% à 28%) dans la capitalisation totale, tandis que la part des sociétés industrielles a subi une baisse entre 1997 et 2006 (de 53% à 33%). Ce résultat nous laisse penser que les investisseurs institutionnels apparaissent être les acteurs centraux. Comme la Malaisie a longtemps été caractérisée par le fait que l'État est souvent intervenu dans la gestion des entreprises familiales, sa structure de propriété semble être profondément transformée. Or, notre observation en termes de principaux acteurs parmi les institutionnels a fait apparaître un résultat intéressant. On peut voir dans le tableau 4.14 la prépondérance des fonds contrôlés par l'État. En réalité, les 4 premiers actionnaires qui représentent 64% de la capitalisation totale des gestionnaires de portefeuille sont des véhicules d'investissement contrôlés par l'État<sup>46</sup>. Cette vérification permet donc de dire que derrière la pénétration accrue des fonds institutionnels, il y a toujours l'État qui cherche essentiellement à conserver son contrôle sur les firmes.

**Tableau 4.14 : Principaux actionnaires institutionnels en Malaisie (2006)**

	Valeur détenue en millions de dollars	% du total des actionnaires institutionnels	Type	Origine
Permodalan Nasional Berhad (PNB)	12 366,15	26,1%	Fonds mutuels	Malaisie
Khazanah Nasional Berhad	8 592,42	18,2%	Fonds souverains	Malaisie
Employees Provident Fund (EPF)	8 228,26	17,4%	Fonds de pensions	Malaisie
Bank Negara Malaysia	939,39	2,0%	Banques	Malaisie
Harapan Nusantara Sdn Bhd	837,46	1,8%	Fondations	Malaisie
Valuecap Sdn Bhd	837,44	1,8%	Fonds mutuels	Malaisie
CIMB-Principal Asset Management Bhd.	748,84	1,6%	Fonds mutuels	Malaisie
Great Eastern Life Assurance (Malaysia) Berhad	687,00	1,5%	Companies d'assurance	Malaisie
Aberdeen Asset Management (Asia) Ltd.	597,87	1,3%	Fonds mutuels	Singapour
SBB Asset Management Sdn. Bhd.	549,85	1,2%	Fonds mutuels	Malaisie

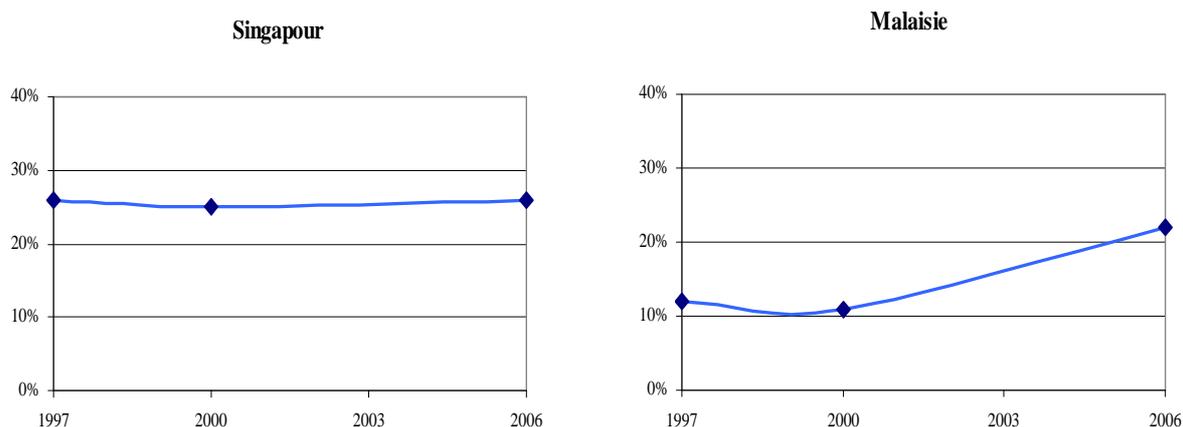
Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

Nous allons à présent nous concentrer sur l'évolution des actifs étrangers (Graphique 4.9). La situation de 2006 est quasiment similaire à celle de 1997 à Singapour. En revanche, leurs taux de détention enregistrent une augmentation progressive en Malaisie (par l'accroissement de la part américaine et britannique). Mais les tentatives de mise en œuvre des

<sup>46</sup> Concernant Harapan Nusantara Sdn Bhd (5<sup>ème</sup> actionnaire), c'est une fondation pour l'éducation. Mais nous n'avons pas les moyens de vérifier les actionnaires de contrôle de ce fonds.

réformes selon la logique *outsider* semblent très modestes. Nous constatons que la Malaisie est le pays où le taux de pénétration des capitaux étrangers est le plus faible parmi les pays étudiés en 2006.

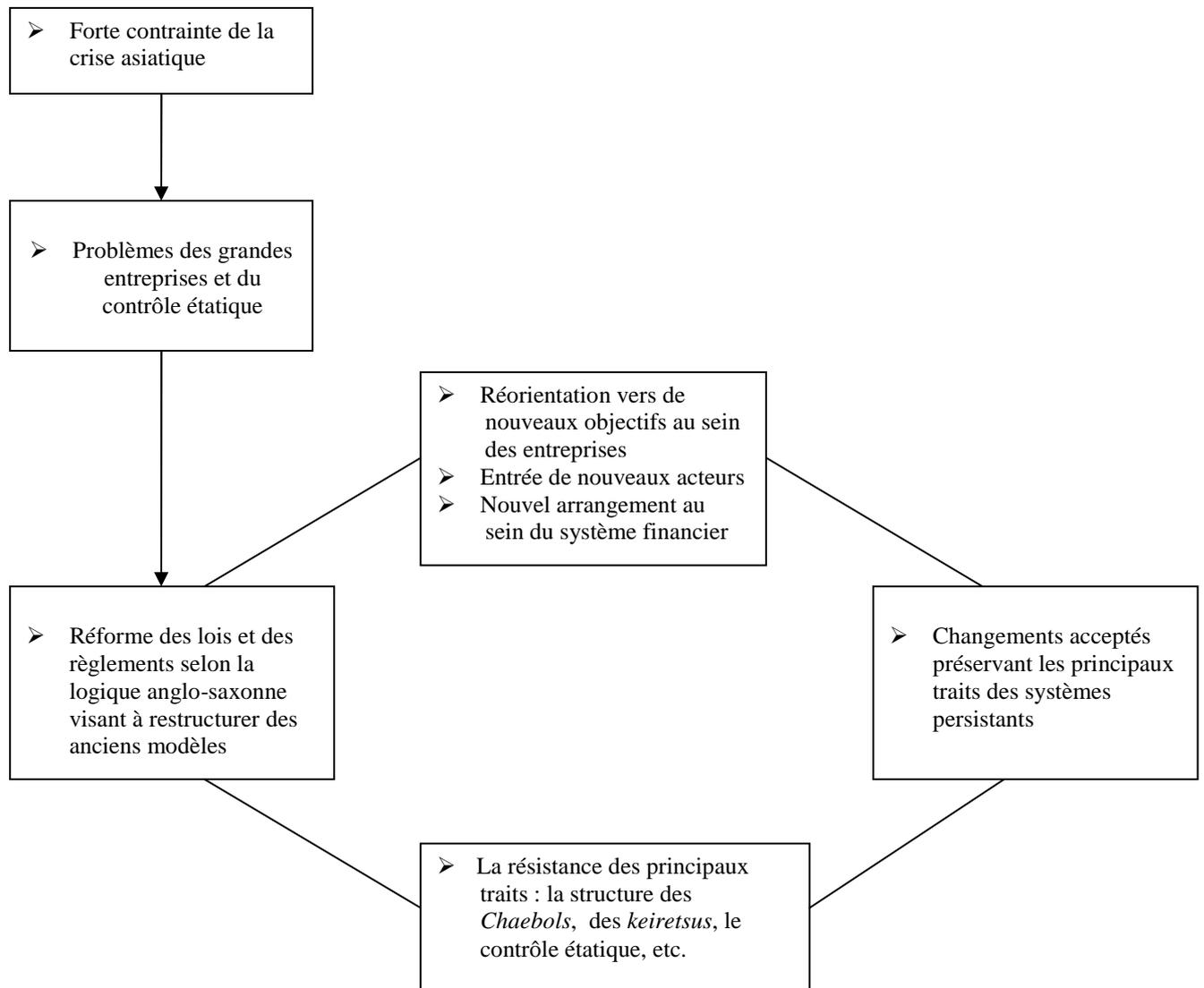
**Graphique 4.9 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers à Singapour et en Malaisie (% de la capitalisation totale)**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

Concrètement, au niveau de la propriété du capital, nous constatons une inertie institutionnelle caractérisée par la présence importante de l'État. En ce sens, la transformation actuelle n'est pas sans rappeler une forte augmentation des actifs des actionnaires institutionnels en Malaisie. Les réformes avaient formellement dissout la participation des acteurs stratégiques. Pourtant, notre analyse démontre que les principaux gestionnaires de portefeuille sont effectivement contrôlés par l'État. Les expériences singapouriennes témoignent également que le poids de l'histoire reste marquant sur les modes de gouvernance. En dépit d'une pénétration de certains mécanismes anglo-saxons, leurs modèles de gouvernance sont encore loin de converger vers l'équivalent du système américain. La mutation de la structure de l'actionnariat n'a pas provoqué une rupture nette avec le passé, ce constat illustrant clairement la capacité de résilience institutionnelle. Certes sur certains aspects, les choses évoluent, mais de façon incrémentale.

**Figure 4.8 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation forcée)**



### 2.3. L'hybridation endogène US

Le modèle de « l'hybridation endogène US » est déterminé par les particularités de l'Inde où le capital des entreprises cotées est désormais dominé par des investisseurs institutionnels. Le changement du rôle des marchés d'actions vis-à-vis des entreprises et l'adoption des pratiques de gestion inspirées du modèle anglo-saxon se déroulent sous une initiative de certains acteurs (les industriels). Cette configuration est assez surprenante

lorsqu'on observe la présence importante des actionnaires institutionnels dans la capitalisation totale (99%) car l'Inde possédait des participations stratégiques dans de nombreux groupes, notamment par des familles ou par l'État. Le capital des entreprises, qu'elles soient cotées ou non, était très concentré et l'actionnariat de type familial était dominant comme chez ses voisins asiatiques. Environ 25% du capital de la moitié des entreprises familiales était détenu par les entités publiques<sup>47</sup> (Chalapati Rao et Guha, 2006). Le recours au crédit des banques commerciales, pour la plupart publiques, a longtemps constitué un mode de financement traditionnel pour les entreprises. D'ailleurs, le gouvernement a souvent contrôlé les fonds institutionnels (Chakrabarti, 2005).

Les facteurs qui ont motivé les changements sont bien différents de ceux des modèles d'hybridation précédents. En fait, l'Inde a réalisé d'énormes progrès économiques<sup>48</sup> depuis les réformes lancées dans les années 90 :

- l'ouverture aux grandes entreprises des secteurs jusque-là réservés aux petites et moyennes entreprises<sup>49</sup>,
- l'ouverture à l'investissement étranger,
- la libéralisation du secteur financier,
- les réductions significatives des tarifs douaniers, etc.

Ce processus de réformes a forcément constitué un facteur déterminant de transformation institutionnelle.

L'accroissement des besoins en capitaux des entreprises du fait de la croissance économique et l'insuffisance de la mobilisation des fonds auprès des banques, les ont conduit à s'engager dans le financement par les actions. De même, certaines grandes entreprises indiennes ont tenté d'être cotées indépendamment de leur pays, notamment à la bourse de New York ou de Londres. Ainsi, les besoins de financement croissant et la libéralisation financière ont donné lieu à des réformes de la gouvernance ayant pour objectif d'attirer les investisseurs, notamment les non-résidents. À l'origine de ces réformes, de nombreuses grandes entreprises et des responsables politiques ont joué un rôle majeur en reconnaissant l'importance du lien entre d'une part la gouvernance d'entreprise transparente et conforme aux standards

---

<sup>47</sup> Les entités publiques détenaient par exemple un quart de l'ensemble des actions dans 10 sur 15 filiales de *Tata* et 7 sur 16 filiales de *Birla* (l'une des grandes entreprises familiales indiennes).

<sup>48</sup> Depuis 1991, la croissance indienne est en moyenne de 5%, atteignant un record de 8,4% en 2004.

<sup>49</sup> Deux secteurs sont distingués dans l'industrie indienne : d'une part, la grande industrie, nommée « secteur organisé », de l'autre part, la petite industrie, « secteur informel ». Ce dernier était protégé par une loi qui en interdisait l'accès aux firmes du « secteur organisé ».

internationaux et d'autre part l'accroissement à un niveau satisfaisant des fonds disponibles pour les firmes. **Il est en ce sens important de souligner que les systèmes de gouvernance indiens sont transformés politiquement, plus précisément par l'intégration des industriels.** Le mouvement des grandes sociétés a manifesté une forte volonté d'élaborer le plan directeur des nouvelles règles sur la gouvernance en espérant avoir diverses sources de financement. En particulier, ce changement était favorisé par des initiatives du secteur des nouvelles technologies tels que la pharmaceutique et le logiciel (*Asian Corporate Governance Association*).

La première grande réforme de la gouvernance d'entreprise a été lancée par la confédération d'industrie indienne (CII) en 1995 avant la crise asiatique. La CII, une organisation non gouvernementale, sans but lucratif, dirigée par de grandes entreprises, a ainsi assuré le rôle de leadership à établir de nouvelles normes de gouvernance. Un groupe de travail en la matière a été formé et le CII Code pour les sociétés cotées a été proposé en avril 1998.

**Tableau 4.15 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Inde)**

1998	CII Code on Corporate Governance
1999	National Code on Corporate Governance
2000	Clause 49 : Listing Agreement relating to corporate governance
2002	Revised The Securities and Exchange Board of India Act Enhanced Disclosure and Investor Protection Guidelines
2003	The Companies Bill (Revised Companies Act, 1956)
2005	Revised Clause 49
2006	Indian accounting standards
2007	Guidelines on Corporate Governance for Central Public Sector Enterprises

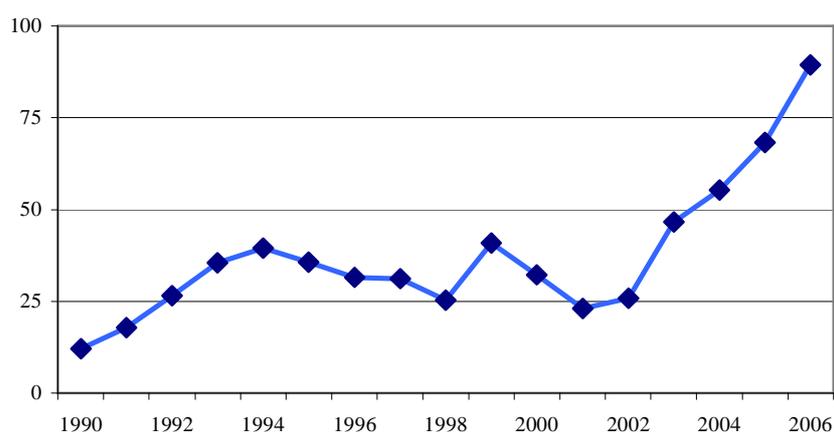
Source: *Asian Corporate Governance Association*

Les codes indiens de gouvernance s'opèrent au plan global autour de grands principes de gouvernance, éventuellement inspirés par le monde *outsider*. Du fait que les entreprises familiales sont souvent fermées et que beaucoup ont des structures pyramidales, les codes visent surtout à accroître la transparence des firmes et améliorer le fonctionnement du conseil d'administration. Par exemple, l'Article 49 mis en place en 2000 exige que 50% des

dirigeants soient indépendants. Les entreprises cotées sont désormais contraintes par des règles concernant la divulgation de l'information. Selon Chakrabarti (2005), les codes indiens couvrent tous les éléments clefs et compatibles avec les objectifs de la loi Sarbanes Oxley de 2002<sup>50</sup>.

La transformation des modes de gestion vont de pair avec celle du secteur financier. Les réformes de la bourse constituaient un élément essentiel du programme de réforme du secteur financier. Les activités de la bourse sont désormais entièrement régulées par le SEBI (*Securities and Exchanges Board of India*) qui a vocation de protéger les investisseurs dans les valeurs boursières et d'encourager le développement de la bourse. Les marchés boursiers sont devenus une source importante de financement pour les entreprises. On remarque, comme le montre le graphique 4.10, que la capitalisation boursière des sociétés cotées affiche une nette tendance à la hausse. La part des fonds obtenus auprès des marchés d'actions est en train de rattraper les crédits. Ces deux sources sont d'égale importance. Certes, l'accroissement du rôle de la bourse a provoqué une mutation des modes de gestion des firmes, ce qui implique de se comporter de façon plus conforme aux intérêts des actionnaires, qui se répercute à son tour sur la structure de l'actionnariat par une logique de relation de complémentarité.

**Graphique 4.10 : Capitalisation boursière des sociétés cotées en Inde (% du PIB)**

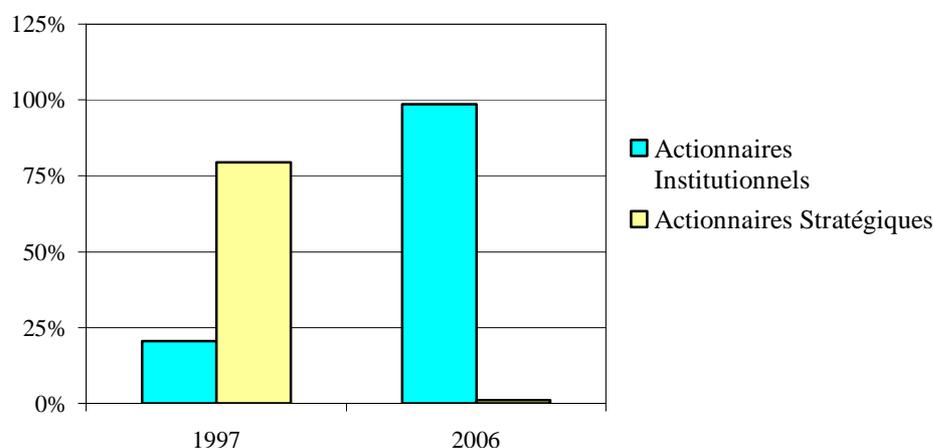


Source: *The World Bank Indicator* (<http://data.worldbank.org/indicator>)

<sup>50</sup> La loi sur la réforme de la comptabilité des sociétés cotées et la protection des investisseurs imposant de nouvelles règles sur la comptabilité et la transparence financière aux États-Unis.

L'une des principales conséquences de ces réformes concerne la hausse de la participation des étrangers et des institutionnels. Si l'on observe l'évolution de la structure de l'actionnariat, nous constatons les prises de participations spectaculaires des institutionnels depuis 1997 (Graphique 4.11). Entre 1997 et 2006, leur part dans la capitalisation totale étudiée est ainsi passée de 21% à 99%. D'ailleurs, 61% du montant détenu par les institutionnels l'est par des investisseurs nationaux en 2006. On s'aperçoit que les actionnaires institutionnels nationaux ont connu une augmentation allant de 18% à 61%.

**Graphique 4.11: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Inde)**



Source : *Thomson Reuters*, calcul de l'auteur

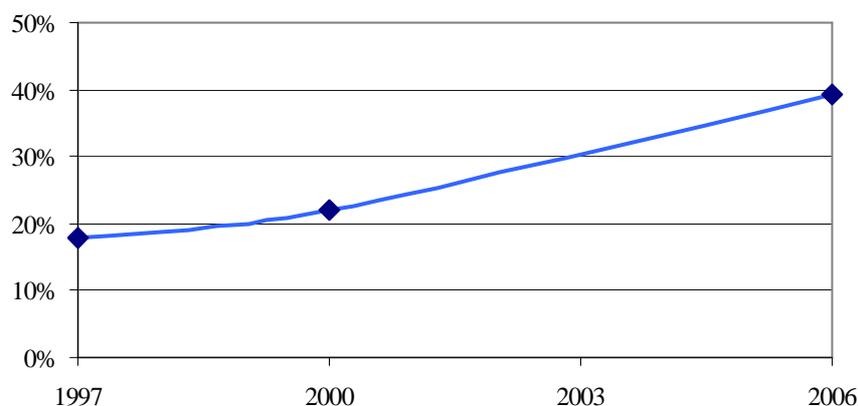
Le tableau suivant montre la forte présence des fonds mutuels parmi les actionnaires institutionnels. La hausse de la part de ces fonds (de 17% à 64%) dans le total des capitalisations indiennes permet de compenser la baisse de celle des sociétés industrielles (de 57% à 1%). Cela peut s'expliquer par le déclin des participations des entreprises familiales dû aux restructurations depuis la réforme.

**Tableau 4.16 : Détention selon les types d'actionnaires en Inde (1997 et 2006)**

	1997	2006
	% du total	% du total
Banques	2,09%	8,31%
Fonds spéculatifs		1,57%
Companies d'assurance		1,49%
Fonds mutuels	<b>17,43%</b>	<b>64,06%</b>
Fonds de pensions	1,02%	0,62%
Capital risque		20,29%
Fonds souverains		2,57%
<b>Total investisseurs institutionnels (A)</b>	20,54%	98,92%
Banques		
Sociétés industrielles	<b>56,60%</b>	<b>1,03%</b>
États et entités publiques		
Companies d'assurance		
Individuels	22,86%	0,05%
<b>Total actionnaires stratégiques (B)</b>	79,46%	1,08%
<b>Total (A+B)</b>	100,00%	100,00%

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

En outre, comme le montre le graphique suivant, depuis la fin de l'année 1997, on constate une augmentation régulière des participations détenues par les étrangers. Particulièrement, la présence des américains augmente en 2006, à 20%, alors qu'ils assuraient 2% de la détention du capital des sociétés indiennes en 1997.

**Graphique 4.12 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers en Inde (% de la capitalisation totale)**

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

A observer les évolutions récentes de la structure de l'actionnariat, nous constatons une rupture profonde avec le modèle traditionnel. Ce phénomène d'incorporation de nouveaux acteurs, les actionnaires institutionnels et étrangers, qui poursuivent des objectifs différents ouvre la possibilité d'une conversion au sein des entreprises. Et la conversion institutionnelle est certainement associée à la transformation du secteur financier caractérisé par le processus de sédimentation. C'est-à-dire l'adjonction d'un nouvel élément (marché d'actions) à une structure institutionnelle déjà existante (banques). De nouvelles coalitions sont en train de définir de nouveaux arrangements institutionnels dans le système financier. Comme Thelen (2003) le souligne, la sédimentation adapte les institutions héritées et les pratiques aux nouvelles circonstances émergentes. Dans le modèle indien, on ne voit pas encore l'adaptation des banques (diversification de leurs activités) pour profiter de nouvelles opportunités comme le modèle hybride précédent. Mais les établissements bancaires pourront jouer un rôle crucial dans le processus de changement institutionnel dans un avenir proche.

L'analyse des transformations de la gouvernance et du secteur financier montre que l'Inde est sans doute le pays d'Asie qui a évolué le plus rapidement vers le modèle américain. Ainsi, c'est en Inde que le recours vers un actionnariat dispersé (qui illustre le rôle fortement croissant des actionnaires institutionnels) est le plus marqué. Les milieux dirigeants des entreprises et les politiques semblent avoir accepté la plupart des règles de la gouvernance établies selon la logique anglo-saxonne.

**Cependant le changement actuel**, éventuellement associé à la conversion et la sédimentation institutionnelle, **ne manque pas de résistance chez certains acteurs même lorsqu'ils sont soumis à l'évolution qui altère les conditions initiales**. Comme nous l'avons montré plus haut, la réforme de la gouvernance a été déclenchée par les leaders de l'industrie contrairement aux nombreux pays où le processus de réformes s'est organisé à la suite des scandales financiers ou à la crise. Les grandes entreprises ont eu besoin de drainer un financement à travers la libéralisation et ont par conséquent cherché des investisseurs externes. Les codes indiens de la gouvernance se placent au plus haut niveau des standards internationaux. Cependant leur application laisse à désirer : les administrateurs au conseil d'administration sont souvent choisis parmi les fondateurs des entreprises. La prédominance du contrôle de la famille dans les PME a tendance à accroître la résistance au renoncement du contrôle de gestion. De même, la réforme de la gouvernance n'est pas considérée comme une priorité des PME cotées et particulièrement celles non cotées. L'existence de plusieurs

organismes de régulation dans les domaines financiers constitue également un obstacle aux changements. Les nouveaux éléments ajoutés au système précédent accroissent le nombre de participants. Ceci peut engendrer des conflits d'objectifs qui sont l'une des origines des pressions contre les changements (Thelen, 2003). Le dilemme de l'Inde – quant aux conflits entre MCA (*Ministry of Company Affairs*) et SEBI – est un exemple typique. Comme le souligne ACGA (*Asian Corporate Governance Association*)<sup>51</sup>, le manque de coopération et de coordination entre ces deux organismes affaiblit l'application et les efforts de mise en œuvre des nouvelles règles.

**Le processus d'hybridation semble ici largement inintentionnel. La dynamique interne était motrice du changement. Certains groupes ont tenté de restructurer les institutions ou leurs propres stratégies compte tenu d'une variation du contexte, ce qui est synonyme d'une rupture des anciennes relations qui ne donnent plus d'avantages.** L'adoption par les sociétés indiennes cotées de règles de fonctionnement en conformité avec le modèle *outsider* donne l'impression que le processus de convergence ait lieu. En revanche, **l'application des nouvelles règles semble beaucoup moins claire.** Ainsi, pour Holstein, *“India is sort of a noisier version of the U.S. system”*<sup>52</sup> et ACGA *“Most mid- and small-cap companies do not see the value of corporate governance. Most listed companies, including many large ones, take merely a box-ticking approach”*<sup>53</sup>. Par ailleurs, les tentatives d'imitation et d'implantation des nouveaux principes ont conduit à une forte segmentation du marché. Autrement dit, **tous les acteurs ne sont pas pleinement conscients des avantages proposés.** Les réformes se sont produites en faveur des entreprises du secteur organisé. Les grandes entreprises essaient de bénéficier des réformes (diverses possibilités de lever des fonds, avoir des valeurs plus élevées, etc.) alors que la petite industrie ne participe pas encore à cette vague de changements. Mais, comme le note Thelen (2003), les acteurs situés à la périphérie ne disparaissent pas forcément et leur adaptation aux institutions en vigueur pourrait prendre d'autres formes que le modèle actuel.

En résumé, le modèle indien montre qu'une stratégie de changement institutionnel ne peut pas se traduire par le biais d'un « transplant institutionnel ». Par contre, **la transition progressive de la gouvernance résulte de l'interaction entre les différentes stratégies des**

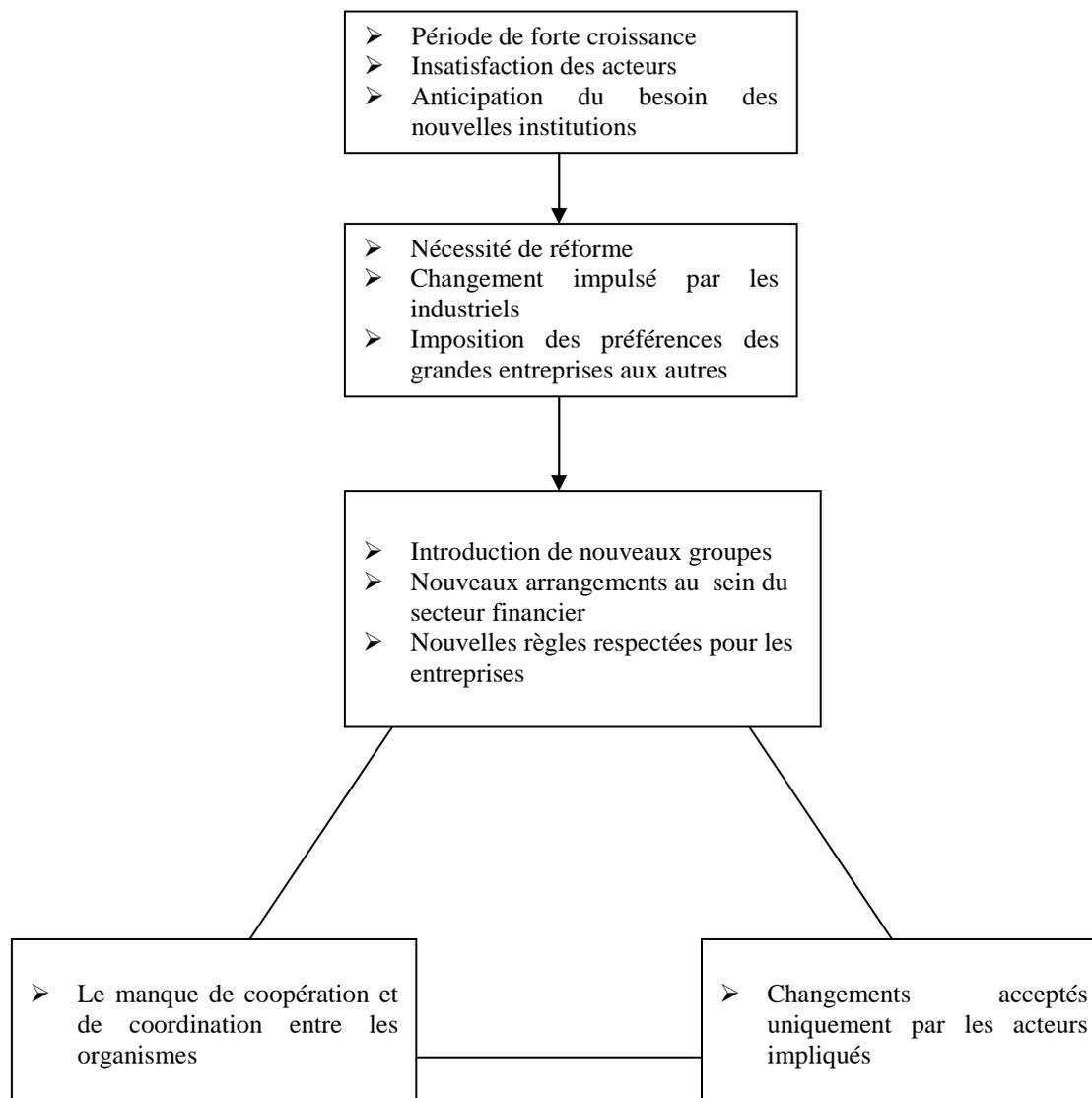
<sup>51</sup> [http://www.acga-asia.org/content.cfm?SITE\\_CONTENT\\_TYPE\\_ID=11&COUNTRY\\_ID=264](http://www.acga-asia.org/content.cfm?SITE_CONTENT_TYPE_ID=11&COUNTRY_ID=264).

<sup>52</sup> [http://www.businessweek.com/managing/content/mar2008/ca2008036\\_282896.htm](http://www.businessweek.com/managing/content/mar2008/ca2008036_282896.htm).

<sup>53</sup> Supra note de bas de page 51.

acteurs et la combinaison des éléments de verrouillage et de nouveaux développements, ce qui modifie la trajectoire générale.

Figure 4.9 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation endogène US)



### 3. L'analyse économétrique des facteurs qui influent sur les modèles de gouvernance

Les sections précédentes ont permis d'identifier trois modèles hybrides. Nous avons analysé l'état de chaque modèle hybride, avec une attention portée aux évolutions récentes, d'une part, et aux phénomènes d'inertie institutionnelle, d'autre part. Cette section propose un complément d'analyse empirique qui permet d'examiner les facteurs qui favorisent ou bloquent les transformations dans la gouvernance d'entreprise.

En référence à notre discussion théorique dans le chapitre précédent (2.3 du chapitre3), les changements de la gouvernance doivent comprendre deux séries de forces opposées : les forces motrices qui suscitent les changements et les sources associées aux blocages qui les empêchent. S'appuyant sur un certain nombre de facteurs décrits dans la section précédente, notre analyse empirique tente ainsi de vérifier les déterminants des changements. Le profil observé des transformations de la gouvernance se montrent résilientes et résistantes. Dans notre étude, la présence des sociétés industrielles peut être un facteur prédominant de résistance, ce qui est lié au modèle de participation des entreprises familiales et des grandes entreprises. Dans ce contexte, plusieurs travaux de recherche montrent que l'actionnariat familial ou un noyau d'actionnaires stable se présentent comme des facteurs importants contraignant les réformes de la gouvernance (Geoffron, 2000; Corrado et Zollo, 2003; Jackson, 2000; Lachachi et Kerzabi, 2009; Lee, 2005; Liew, 2008). Autrement dit, cette inertie peut expliquer qu'il n'y a pas de convergence des formes de gouvernance et que les transformations sont incrémentales.

En suivant les travaux de Doidge *et al.* (2007), Durnev et Kim (2003) et Krishnamurti *et al.* (2003), nous appréhendons les changements intervenus dans la gouvernance à travers l'adoption des nouvelles pratiques de gouvernance, c'est-à-dire la mise en conformité de la conduite de l'entreprise aux règles de référence. Nous détaillerons dans un premier temps les variables utilisées pour les analyses empiriques et nos modèles à estimer. Puis, dans un second temps, nous présenterons et interpréterons les résultats obtenus.

### 3.1. Echantillon et données

Dans cette section, nous effectuons deux analyses empiriques pour identifier les facteurs d'évolution et d'inertie dans la gouvernance d'entreprise.

Pour la première analyse, l'échantillon que nous retenons pour l'étude comprend les 155 entreprises de 10 pays qui correspondent à ceux analysés dans les sections précédentes à l'exception du Japon en raison du manque de données disponibles. L'analyse porte sur l'année 2001. Pour la deuxième, notre échantillon est constitué des 163 entreprises coréennes pour lesquelles les données sont pour la période 2006. Les données utilisées dans cette étude proviennent de plusieurs sources statistiques. Les données sur les scores de la gouvernance d'entreprise proviennent de *Credit Lyonnais Securities Asia* (CLSA) et *Corporate Governance Service*. Concernant les données au niveau des entreprises (la nature des actionnaires, le ratio d'endettement, la croissance des ventes et la taille de l'entreprise), nous mobilisons notre étude à partir des bases de données de *Thomson Reuters* et des rapports annuels des entreprises. Parallèlement, nous avons collecté les variables au niveau des pays (la capitalisation boursière en % du PIB, le taux de croissance du PIB par habitant et l'indice de la protection des actionnaires) à partir de la base de données *The World Bank (Financial Structure Database)*, *International Monetary Fund*, *Asian Corporate Governance Association* ainsi que *Asian Development Bank*.

#### ➤ Présentation des modèles et définition des variables

##### Modèle 1

Pour évaluer les déterminants aux changements de la gouvernance, nous allons régresser les scores de la gouvernance d'entreprise sur les variables au niveau des firmes et des pays. Le premier modèle estimé est de la forme suivante :

$$\text{CORP\_GOV}_j^c = \alpha + \beta_1 * \text{OWNII}_j^c + \beta_2 * \text{OWNFRN}_j^c + \beta_3 * \text{OWNCORP}_j^c + \beta_4 * \text{DEBT}_j^c + \beta_5 * \text{SIZE}_j^c + \beta_6 * \text{SALESGROWTH}_j^c + \delta_1 * \text{STMKTCAP}_j^c + \delta_2 * \text{PROTINV}_j^c + \delta_3 * \text{PIB}_j^c + \sum_{c=1}^{C-1} m_c + \varepsilon_j^c$$

où

CORP\_GOV : les scores de la gouvernance d'entreprise pour chaque firme

OWNII : le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels

OWNFRN : le pourcentage du capital détenu par les investisseurs étrangers

OWNCORP : le pourcentage du capital détenu par les sociétés industrielles

DEBT : le ratio d'endettement

SIZE : la taille de la firme

SALESGROWTH : la croissance des ventes

STMKTCAP : la capitalisation boursière en % du PIB

PROTINV : l'indice de la protection des actionnaires

PIB : le taux de croissance du PIB par habitant

c : le pays

j : la firme

C : le nombre de pays

m : la variable muette pour les pays.

### ***Variable expliquée***

Dans notre première étude, les variables expliquées comprennent l'adoption des différentes pratiques de gouvernance mesurée par le score global de gouvernance de CLSA. Depuis 2001, CLSA propose de fournir des classements des firmes en matière de gouvernance d'entreprise. La base de données regroupe des informations sur des firmes des pays émergents, principalement des pays asiatiques. Les scores de CLSA intègrent sept catégories de la gouvernance, tels que la discipline du management, la transparence, l'indépendance du conseil d'administration, la voix et reddition de comptes (*accountability*), la responsabilité, l'équité et la responsabilité sociale. Le score global pour chaque entreprise correspond à l'agrégation des scores des sept catégories de pratiques. Chaque score est le résultat d'un calcul fondé sur l'analyse détaillée des questionnaires (57 questions, voir annexe tableau 0.4.4). Le score peut varier de 1 à 100. CLSA porte sur un échantillon de 495 entreprises de

25 pays. Pour notre étude, on a exclu les entreprises des pays non asiatiques, ainsi que celles qui ne sont pas cotées. Suite à l'existence de variables manquantes, on se trouve avec un échantillon final de 155 firmes.

**Tableau 4.17 : Analyse descriptive du score global de CLSA**

	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
Chine	12	49,05	8,54	32,70	69,50
Hong Kong	23	63,91	13,55	41,50	93,50
Inde	30	56,42	11,63	39,10	93,30
Indonésie	13	35,66	13,26	13,90	64,90
Corée	10	45,33	5,15	38,00	55,20
Malaisie	21	57,97	10,09	38,20	74,00
Philippines	9	44,87	10,44	29,80	56,10
Singapour	18	68,10	9,95	50,00	85,70
Taiwan	14	47,90	8,36	44,60	72,60
Thaïlande	5	55,66	13,80	40,00	71,50
Total	155	55.51	13.90	13.90	93.5

### *Variables explicatives*

Nous nous intéressons dans cette étude aux facteurs de l'adoption des pratiques de gouvernance d'entreprise. Nous proposons de considérer deux catégories d'indicateurs : d'abord, les variables au niveau des firmes : la structure de l'actionnariat et le ratio d'endettement ; ensuite, les variables au niveau des pays : l'évolution de la capitalisation boursière en % du PIB, l'indicateur du développement économique mesuré par le taux de croissance du PIB par habitant et l'indice de la protection des actionnaires qui peut évaluer l'effet du changement du cadre réglementaire.

Nous considérons trois variables comme des variables représentatives de la structure de l'actionnariat : le % de capital détenu par les investisseurs institutionnels, le % de capital détenu par les investisseurs étrangers et le % de capital détenu par les sociétés industrielles. Dans la section précédente, la présence des entreprises familiales ou des grands groupes d'entreprises étant traduite comme la force de résilience au changement, l'effet attendu de la part des sociétés industrielles sur les scores de la gouvernance est négatif. Le ratio d'endettement correspond au niveau de la dette d'une entreprise par rapport à ses fonds propres. Ce ratio permet de mesurer le degré de dépendance de l'entreprise vis-à-vis de ses

créanciers. Plus ce ratio est élevé plus l'entreprise est endettée, c'est-à-dire moins tournée vers le financement par actions, ce qui limiterait l'adoption des pratiques de gouvernance de référence (Durnev et Kim, 2003).

En ce qui concerne les autres variables permettant de mesurer les facteurs au niveau des pays, le développement des marchés d'actions mesuré par le ratio de la capitalisation boursière au PIB est retenu. L'essor du rôle actuel des marchés boursiers peut jouer favorablement dans l'adoption des pratiques de la gouvernance de référence. L'indicateur du développement économique est mesuré par le taux de croissance du PIB par habitant. Lors de la croissance économique, les firmes ont probablement besoin de plus de financement externe, ce qui pourrait avoir un effet positif sur l'application des nouvelles pratiques de gouvernance (Doidge *et al.*, 2007). L'indice de la protection des actionnaires permet d'évaluer la situation et l'évolution du cadre réglementaire en matière de gouvernance d'entreprise de chaque pays. Nous pouvons nous attendre à une relation positive entre le niveau de protection juridique des investisseurs et les scores de la gouvernance (La Porta *et al.*, 1997).

### ***Variables de contrôle***

Deux variables de contrôle sont intégrées au modèle : la taille de la firme et la croissance des ventes. La taille de l'entreprise est mesurée par l'actif total de l'entreprise en millions de dollars (Krishnamurti, Sevic et Sevic, 2003). La croissance des ventes se rapporte à la profitabilité de la firme. On s'attend à une corrélation positive avec l'évolution des pratiques de gouvernance que les entreprises adoptent, puisqu'elle reflète des besoins de financement suite à des opportunités de croissance (Klapper et Love, 2004).

Le tableau de l'analyse descriptive de l'ensemble des variables est reproduit dans les annexes du chapitre 4 (tableau 0.4.5).

### **Modèle 2**

Dans le modèle (2), les variables sont recueillies pour un seul pays, la Corée, pour l'année 2006. Les variables relatives aux participations des membres familiaux ainsi que des participations croisées au sein de chaque entité du *chaebol* sont intégrées pour évaluer

l'impact de ce type de participations internes sur l'adoption des nouvelles pratiques de la gouvernance. Le deuxième modèle estimé est de la forme suivante :

$$\text{CORP\_GOV}_j = \alpha + \beta_1 * \text{OWNII} + \beta_2 * \text{OWNFRN} + \beta_3 * \text{OWNCORP} + \beta_4 * \text{DEBT} + \beta_5 * \text{CROSS/INSIDERTRADING} + \beta_6 * \text{SIZE} + \beta_7 * \text{SALESGROWTH} + \sum_{i=1}^{I-1} d_i + \varepsilon_j^c$$

où

CORP\_GOV : les scores de la gouvernance d'entreprises pour chaque firme

OWNII : le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels

OWNFRN : le pourcentage du capital détenu par les investisseurs étrangers

OWNCORP : le pourcentage du capital détenu par les sociétés industrielles

DEBT : le ratio d'endettement

CROSS/INSIDERTRADING : la variable muette qui prend la valeur 1 si la firme a des participations des membres familiaux et des participations croisées entre filiales d'un *chaebol*, la valeur 0 sinon

SIZE : la taille de la firme

SALESGROWTH : la croissance des ventes

I : le nombre d'industries

i : l'industrie

d : la variable muette pour l'industrie.

### ***Variable expliquée***

Nous utilisons le score global de la gouvernance de *Corporate Governance Service* pour l'échantillon de 163 entreprises coréennes de l'année 2006. *Corporate Governance Service* a lancé le programme de l'évaluation des sociétés coréennes cotées depuis 2003 qui s'appelle "*Korea Corporate Governance Stock Price Index (KOGI)*". Les critères de classement de KOGI sont regroupés en cinq catégories : la responsabilité du conseil d'administration, la divulgation de l'information, la protection des droits des actionnaires, le processus d'audit et la politique de distribution des dividendes (voir annexe tableau 0.4.6). Les entreprises sont évaluées sur une échelle de 1 (le plus bas) à 8 (le plus haut).

***Variables explicatives***

En plus des variables au niveau des firmes du modèle 1 (la structure de l'actionnariat et le ratio d'endettement), des participations croisées entre les sociétés mères des *chaebols* et leurs filiales ainsi que des participations des membres de la famille fondatrice dans le capital sont incluses. Pour cela, nous avons retenu un codage binaire par des variables muettes.

***Variables de contrôle***

Les variables de contrôle sont les même que le modèle 1 : la taille de la firme et la croissance des ventes.

Le tableau de l'analyse descriptive de l'ensemble des variables se trouve dans les annexes du chapitre 4 (tableau 0.4.7).

Pour notre étude, le modèle utilisé est la régression linéaire classique estimé par les MCO (moindres carrés ordinaires). Pour pallier le biais d'endogénéité de plusieurs variables qui se manifeste dans beaucoup de problèmes de régression classique<sup>54</sup>, certaines variables sont construites à partir du calcul de la moyenne entre la période étudiée et celle antérieure (le ratio d'endettement, la capitalisation boursière en pourcentage du PIB, le taux de croissance du PIB par habitant et la croissance des ventes). La présence d'hétéroscédasticité est corrigée à l'aide de l'estimateur de White. Pour l'estimation économétrique on utilise le logiciel STATA 11.

## **3.2. Présentation des résultats des estimations**

### **➤ Modèle 1**

Les résultats des régressions sont contenus dans le tableau 4.18 (colonne 1 à 5).

---

<sup>54</sup> Le problème de l'endogénéité provient de trois sources principales : 1) les erreurs de mesure sur les variables indépendantes, 2) lorsque la variable indépendante agit sur la variable dépendante et inversement (causalité inverse), et 3) lorsqu'une variable omise au modèle est corrélée avec au moins une des variables indépendantes.

**Tableau 4.18 : Résultats des régressions MCO (variable dépendante : CLSA)**

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	55,388 (11,58)***	42,963 (12,98)***	49,481 (9,41)***	49,05 (20,08)***	61,649 (12,03)***
OWNII	3,342 (0,57)		1,240 (0,22)		8,865 (0,91)
OWNFRN	12,465 (2,70)***		7,423 (1,53)		10,824 (2,42)**
OWNCORP	-9,816 (-2,05)**		-9,140 (-2,16)**		-17,021 (-3,74)***
DEBT	-0,001 (-1,00)		-0,001 (-0,25)		-0,001 (-1,24)
STMKTCAP		3,308 (2,66)***	2,853 (2,50)**		
PROTINV		14,827 (2,44)**	9,944 (1,45)		
PIB		-0,492 (-0,91)	-0,371 (-0,60)		
SIZE	0,001 (11,70)***	0,000 (7,47)***	0,001 (7,27)***		0,000 (11,14)***
SalesGrowth	0,005 (0,40)	0,003 (0,34)	0,008 (0,69)		0,033 (0,36)
Country dummies	No	No	No	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0,192	0,226	0,275	0,416	0,544
Nombre de firmes	155	155	155	155	155

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

L'équation (1), qui ne contient que les variables au niveau des firmes, montre que la présence des actionnaires étrangers (OWNFRN) affecte positivement et significativement l'adoption des pratiques de gouvernance. En revanche, nous observons une association statistiquement significative et négative entre la part des sociétés industrielles (OWNCORP) et les scores de la gouvernance. Cela appuie notre argumentation dans la section précédente selon laquelle les participations des sociétés industrielles, ayant fréquemment recours aux structures pyramidales et aux participations croisées, constituent une des forces de résistance au changement institutionnel. En ce qui concerne les variables de contrôle, la taille de l'entreprise (SIZE) a un impact positif et significatif sur l'application des nouvelles pratiques de la gouvernance. Pourtant, la part de la variabilité de la variable dépendante expliquée par les variables explicatives de cette régression est faible, avec le  $R^2 = 0,19$ , par rapport aux autres équations (colonne 2 à 5). Dans la régression de la colonne (2) avec les variables au niveau des pays, les coefficients de la capitalisation des marchés boursiers (STMKTCAP) et du

niveau de la protection des actionnaires (PROTINV) ont un signe positif. Par conséquent, les entreprises, dans les pays où les marchés d'actions sont développés et la protection des investisseurs est forte, ont plus tendance à adopter les nouvelles pratiques de gouvernance. Dans l'équation (3) on intègre toutes les variables indépendantes et les variables de contrôle, le résultat montre que les trois variables, le développement des marchés boursiers (STMKTCAP), le poids des sociétés industrielles (OWNCORP) et la taille de l'entreprise (SIZE), sont significatives tandis que la présence des investisseurs étrangers (OWNFRN) et l'indice de la protection des actionnaires (PROTINV) deviennent non significatifs dans la régression.

Si on compare le  $R^2$ , en rajoutant les variables au niveau des pays, le pouvoir explicatif est plus fort dans les estimations des colonnes (2) et (3) que (1). Pour estimer l'importance des caractéristiques propres à chaque pays, nous avons régressé les scores de la gouvernance sur les variables muettes pour les pays dans l'équation (4). En comparant la régression (4) à la (1), nous constatons que la valeur de  $R^2$  (= 0,41) est double. Cela implique que les variables au niveau des pays dominent celles des firmes pour expliquer la variation des scores de gouvernance d'entreprise. Dans la dernière colonne (5), l'équation est composée des variables liées aux firmes et des variables muettes pour les pays. Avec un  $R^2$  qui est le plus fort (= 0,54), cette régression indique que les caractéristiques non observées au niveau des pays peuvent conditionner plusieurs degrés d'adoption des pratiques.

Comme les tests sur la multicollinéarité montrent un VIF (facteur d'inflation de la variance)<sup>55</sup> maximal de 3,10, il n'y a donc pas de problème de multicollinéarité dans les analyses présentées (tableau 4.19). En annexes du chapitre 4 se trouve le tableau des corrélations entre variables utilisées (tableau 0.4.8).

---

<sup>55</sup> Le facteur d'inflation de la variance d'une variable explicative  $X_j$  est défini par :  $VIF_j = \frac{1}{1 - R_j^2}$  où  $R_j^2$  est le coefficient de détermination du modèle  $X_j = \beta_0 + \sum_{k \neq j} \beta_k X_k + \varepsilon$ , autrement dit du modèle où les  $X_j$  sont régressées par rapport aux variables explicatives restantes  $X_k$  ( $k \neq j$ ). Si les  $X_j$  sont très liés aux autres variables,  $R^2$  sera proche de 1.

**Tableau 4.19 : Résultat du test VIF**

Variables	VIF	1/VIF
OWNII	1,62	0,617495
OWNFRN	1,26	0,791841
OWNCORP	1,69	0,591540
DEBT	1,17	0,854036
STMKTCAP	2,21	0,452478
PROTINV	3,10	0,322624
PIB	2,31	0,433659
SIZE	1,08	0,924151
SalesGrowth	1,03	0,973762
Moyenne VIF	1,72	

*Note:* vif > 10 ou 1/vif < 0.10 signifie un problème de multicollinéarité

Il reste dans une dernière étape à tester la robustesse des résultats. Pour effectuer cette vérification, l'estimation est réalisée en doubles moindres carrés (DMC). La méthode des DMC permet de traiter les problèmes d'endogénéité en instrumentant les variables endogènes. La procédure d'estimation des DMC consiste à appliquer les moindres carrés ordinaires en deux étapes. En se basant sur le travail empirique de Doidge, Karolyi et Stulz (2007), la variable PROTINV (l'indice de la protection des actionnaires) est potentiellement supposée endogène dans notre modèle. Comme ces auteurs, nous avons donc choisi d'instrumenter la variable PROTINV par la variable sur l'origine légale (*common law* versus droit civil). Les résultats ci-dessous montrent que l'utilisation de l'instrument n'affecte pas l'homogénéité globale des résultats<sup>56</sup>. Pour vérifier s'il existe une différence entre l'estimateur des MCO et l'estimateur des DMC, nous utilisons le test de Hausman<sup>57</sup>. L'idée du test de Hausman est de tester l'hypothèse nulle d'égalité des deux estimateurs. S'ils sont égaux, le problème d'endogénéité n'existe pas. Dans ce cas, les deux estimateurs sont convergents et l'estimateur des MCO est préférable à l'estimateur des DMC. L'application de ce test indique qu'on peut accepter l'hypothèse d'exogénéité. Par conséquent, nous retenons les conclusions dégagées précédemment.

<sup>56</sup> Le tableau 4.20 présente les résultats de l'équation (3) du tableau 4.18.

<sup>57</sup> Le test de Hausman (1978) est un test d'endogénéité. Il consiste à comparer l'estimateur des MCO avec l'estimateur des DMC. Sous l'hypothèse d'absence d'endogénéité, l'estimateur des MCO et l'estimateur des DMC sont tous les deux convergents mais l'estimateur des MCO est à variance minimale. La statistique de Hausman est la suivante :  $H = (\hat{\beta}_{DMC} - \hat{\beta}_{MCO})' [\text{var}(\hat{\beta}_{DMC}) - \text{var}(\hat{\beta}_{MCO})]^{-1} (\hat{\beta}_{DMC} - \hat{\beta}_{MCO}) \sim \chi^2(k)$ . Si la probabilité du test est inférieure à 10%, alors on rejette l'hypothèse d'exogénéité des variables explicatives instrumentées.

**Tableau 4.20 : Résultats des régressions DMC**

Variables	
Constante	48,090 (9,11)***
OWNII	4,141 (0,80)
OWNFRN	3,596 (0,85)
OWNCORP	-9,025 (-2,13)**
DEBT	-0,000 (-0,06)
STMKTCAP	1,316 (1,13)
PROTINV	10,502 (4,35)***
PIB	-0,805 (-1,58)
SIZE	0,000 (8,00)***
SalesGrowth	0,013 (1,27)
R <sup>2</sup>	0,247
Test de Hausman	
Chi 2	4,75
Pb>Chi2	0,69
Nombre de firmes	155

En résumé, au vu de l'ensemble des résultats précédents, on retient une contribution significative des quatre variables à l'adoption des pratiques de gouvernance de référence. Il s'agit de la part de capital détenue par des actionnaires étrangers, le développement des marchés boursiers, le degré de protection des investisseurs d'un pays et la taille de l'entreprise. Dans toutes les régressions, la part des investisseurs institutionnels est positive mais statistiquement non significative. Par ailleurs, on remarque que le maintien d'une présence des sociétés industrielles peut en effet largement contribuer à expliquer l'inertie au changement. On peut supposer que ce résultat est toujours lié à la structure de la propriété « en cascade » ou « en pyramide » contrôlée souvent par les familles. Ce point sera développé ultérieurement (le modèle 2).

Nous effectuons une régression identique, cette fois-ci les estimations sont répétées séparément pour les pays qui se trouvent dans le modèle A et ceux dans le modèle hybride (Tableau 4.21). La validité statistique de ces comparaisons est assurée par le test de Chow, ce

qui permet de tester la stabilité des coefficients de la régression sur deux sous échantillons différents<sup>58</sup>. Sous l'hypothèse nulle d'égalité des coefficients, le test de Chow ( $F_c = 4,87$ ) montre que les coefficients ne sont pas stables (voir annexe tableau 0.4.9 pour les résultats du test de Chow)

**Tableau 4.21 : Résultats des régressions MCO basés sur les modèles A et Hybride (variable dépendante : CLSA)**

Variables	Modèle A			Modèle Hybride			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constante	42,840 (2,54)**	16,506 (1,84)*	26,965 (2,42)**	62,171 (13,49)***	41,010 (11,70)***	49,939 (8,55)***	57,369 (8,59)***
OWNII	22,893 (1,00)		-6,021 (-0,42)	6,163 (1,07)		10,068 (1,88)*	8,734 (1,78)*
OWNFRN	3,830 (0,48)		3,885 (0,85)	11,889 (2,42)**		6,990 (1,74)*	14,095 (2,77)***
OWNCORP	-0,841 (-0,05)		-27,542 (-2,14)**	-11,827 (-2,29)**		-9,973 (-1,87)*	-15,072 (-3,25)***
DEBT	-0,020 (-1,63)		-0,001 (-0,19)	-0,000 (-1,26)		-0,000 (-0,49)	-0,000 (-1,15)
STMKTCAP		29,05 (4,68)***	29,54 (3,89)***		0,169 (0,12)	0,569 (0,43)	
PROTINV		omitted	omitted		28,52 (4,61)***	26,54 (3,96)***	
PIB		2,860 (2,36)**	4,599 (3,21)***		-0,824 (-1,58)	-1,157 (-1,55)	
SIZE	0,000 (0,92)	-0,000 (-0,46)	0,000 (0,14)	0,000 (11,19)***	0,000 (9,48)***	0,000 (8,85)***	0,000 (10,53)***
SalesGrowth	0,136 (1,49)	0,018 (0,40)	0,015 (0,26)	0,018 (1,53)	0,021 (1,09)	0,025 (1,58)	0,034 (1,54)
Country dummies	No	No	No	No	No	No	Yes
R <sup>2</sup>	0,241	0,470	0,574	0,202	0,288	0,342	0,481
Nombre de firmes	39	39	39	116	116	116	116

Note: Modèle A : la Chine, l'Indonésie et Taiwan

Modèle Hybride : la Corée, Hong-Kong, l'Inde, la Malaisie, les Philippines, Singapour et la Thaïlande.

<sup>58</sup> On récupère les sommes des carrés des résidus de trois modèles : le modèle complet (SCR) et les deux sous-modèles ( $SCR_1$  et  $SCR_2$ ). On calcule la statistique de test  $F_c := \frac{SCR - (SCR_1 + SCR_2)}{SCR_1 + SCR_2} * \frac{n - 2k}{K}$  qui suit une loi de Fisher  $F(k, n-2k)$  avec  $k$  représentant le nombre de variables explicatives et  $n$  le nombre d'observations. Si  $F_c > F(\alpha)$ , alors l'hypothèse nulle est rejetée au niveau de signification  $\alpha$ .

Les valeurs obtenues montrent que les variables au niveau des pays (STMKTCAP et PIB) apparaissent comme étant d'importants déterminants de l'adoption des nouvelles pratiques de la gouvernance pour le modèle A<sup>59</sup>. Aucune variable au niveau des entreprises n'est significative, même la taille de la firme (SIZE) qui était significative et positive dans les analyses précédentes. Par contre, la part détenue par les sociétés industrielles dénote toujours un signe négatif et significatif qui doit s'interpréter comme une des forces de résistance au changement. On constate ensuite que les R<sup>2</sup> des estimations (2) et (3) sont plus forts que (5) et (6) du modèle hybride. Ceci indique que les caractéristiques au niveau des pays sont susceptibles d'exercer une influence plus importante sur le changement de la gouvernance d'entreprise dans le modèle A. En revanche, les résultats du modèle hybride soulignent l'importance relative des variables au niveau des firmes. Et à la différence des analyses précédentes, la présence des actionnaires institutionnels (OWNII) est une variable qui intervient significativement dans ce modèle. Les signes associés au coefficient du poids des sociétés industrielles (OWNCORP) sont toujours négatifs et significatifs.

## ➤ **Modèle 2**

Le tableau 4.22 récapitule les résultats de notre second modèle. On cherche à compléter le modèle 1 en utilisant les données plus récentes (2006) et à examiner si le réseau complexe (des participations entre sociétés membres et celles de la famille fondatrice) a un effet significatif sur l'adoption des pratiques de la gouvernance de référence. Ayant observé la forte corrélation entre le ratio d'endettement et la taille de la firme, nous avons choisi d'éliminer le ratio d'endettement pour ne conserver que la taille de la firme, ce qui présentait des effets significatifs et positifs dans les équations précédentes (voir annexe tableau 0.4.10 pour la corrélation entre variables). La régression comportant des variables muettes pour l'industrie (industry dummies) pour tenir compte de l'effet sectoriel est effectuée. Dans un premier temps, nous estimons la régression avec les sociétés financières (équation 1) puis nous les excluons ensuite (équation 2) étant donné que les secteurs des services financiers sont souvent hautement réglementés.

---

<sup>59</sup> Pour le modèle A, la variable PROTINV est omise parce qu'elle a la forte corrélation avec celle STMKTCAP.

**Tableau 4.22 : Résultats des régressions MCO (variable dépendante : KOGI)**

Variables	(1)	(2)
	Les sociétés financières sont incluses	Les sociétés financières sont exclues
Constante	2,115 (5,97)***	2,046 (5,53)***
OWNII	0,050 (0,14)	0,019 (0,05)
OWNFRN	0,677 (2,02)**	0,343 (1,04)
OWNCORP	-1,012 (-3,12)***	-0,888 (-2,62)***
Cross/Insidertrading	-0,415 (-3,02)***	-0,427 (-2,75)***
SIZE	0,000 (1,72)*	0,000 (2,01)*
SalesGrowth	0,000 (0,65)	0,000 (0,74)
Industry dummies	Yes	Yes
R <sup>2</sup>	0,462	0,374
Nombre de firmes	163	142

Dans la première équation, nous remarquons que la part détenue par les actionnaires étrangers (OWNFRN) et la taille de l'entreprise (SIZE) a un lien positif et significatif avec le score de la gouvernance. La présence des sociétés industrielles (OWNCORP) dans le capital est par contre toujours de signe négatif et significatif conformément aux résultats précédents. Le coefficient des participations croisées et du capital détenu par la famille fondatrice (Cross/Insidertrading) est significativement négatif, indiquant qu'ils constituent l'une des forces d'inertie face au changement dans la gouvernance. Nous observons ensuite que le poids des investisseurs étrangers (OWNFRN) devient non significatif quand nous excluons les sociétés financières. La présence des sociétés industrielles (OWNCORP) ainsi que le réseau complexe entre les filiales et les membres familiaux (Cross/Insidertrading) produisent toujours un effet négatif et significatif sur l'application des nouvelles règles de la gouvernance. Ce dernier résultat confirme notre argumentation selon laquelle le contrôle par la famille fondatrice grâce à des prises des participations stratégiques explique la tendance à résister aux mutations intervenues dans la gouvernance. Comme le VIF maximal s'élève à 3,02, les résultats des analyses ne comportent pas de problème de multicollinéarité (voir annexe tableau 0.4.11).

## Conclusion du chapitre

Ce quatrième chapitre a permis de mettre en évidence que les transformations de la gouvernance s'accompagnent de l'émergence de modèles hybrides dans le cas de l'Asie. Ce chapitre a par ailleurs permis d'identifier les facteurs favorisant ou bloquant l'évolution de la gouvernance. Un autre résultat important est la persistance d'une diversité de modèles de gouvernance contrairement à l'idée d'une éventuelle convergence. Plus précisément, nous avons observé la coexistence de 4 modèles: un groupe (Modèle A : la Chine, l'Indonésie et Taiwan) constitué des pays qui n'ont pas subi des changements et trois groupes hybrides (le reste des pays étudiés).

Le premier modèle hybride (l'hybridation transparente US mais contrôle familial : Hong Kong) se distingue par une domination des actionnaires stratégiques, un mode de financement par les actions ainsi qu'une large application des normes de gouvernance de la logique anglo-saxonne. Ce modèle correspond à une recherche permanente de l'amélioration des systèmes préexistants, dans la mesure où les anciens sont comblés par le renforcement des règles et des codes de gouvernance d'entreprise. La vocation de la place financière de l'Asie et les situations particulières qui lui sont propres (la place d'*offshore* et l'accès principal à la Chine) prennent la forme d'incitations à la réforme.

Le second (l'hybridation forcée) est composé de la plupart des pays observés : la Corée, le Japon, les Philippines, la Thaïlande, la Malaisie et Singapour. Les tentatives de restructuration du secteur financier et des entreprises sont beaucoup plus profondes que le premier modèle. Les réformes conduites après 1997 étaient largement influencées par le modèle anglo-saxon. Toutefois, par-delà les nouvelles tendances et nouveaux principes opérant dans cette configuration, les principaux traits des anciens systèmes (*chaebols*, *keiretsus*, contrôle étatique, etc.) sont parvenus pour l'essentiel à se maintenir.

Dans le dernier (l'hybridation endogène US : l'Inde), l'accroissement du poids des actionnaires institutionnels est très significatif. Le caractère particulier du troisième modèle est aussi affirmé par le fait que les changements dans les modes de gouvernance résultent de l'interaction des stratégies de certains acteurs (les grands industriels). Les évolutions

observées en Inde montrent qu'une redéfinition des anciens systèmes qui ne présentent plus les avantages requis suscite la proposition de réforme voire un conflit ouvert.

Sur ce point, deux remarques particulières peuvent être soulignées. En premier lieu, **la validation empirique de notre hypothèse d'hybridation suggère que les transformations qu'ont subies la plupart des modèles de gouvernance ne se réduisent pas à une simple alternative entre convergence ou maintien de spécificités inaltérables.** S'il n'y a pas de signe d'une métamorphose des systèmes de gouvernance vers un système américain en Asie, il reste cependant que de nouveaux environnements sont à l'œuvre après la crise : la montée de la capitalisation boursière des firmes, la pénétration des investisseurs institutionnels et étrangers dans le capital des principales firmes du pays, l'introduction de nouvelles normes de gouvernance, etc. On note une succession de réformes, d'essais et d'erreurs marquant une nouvelle étape, sans que la plupart des pays aient convergé vers une configuration unique. De plus, à la lumière de nos résultats, **si les transformations des anciens systèmes sont globales aujourd'hui, ses conséquences peuvent être fortement différenciées selon les entreprises et les environnements institutionnels soumis à une forte inertie.** Certes sur certains aspects, les choses évoluent, mais de façon incrémentale en raison de l'inertie institutionnelle et du verrouillage.

A cet égard, nos estimations ont révélé que la présence des sociétés industrielles, qui sont liées aux participations croisées entre entreprises et à la prise de participation directe de la famille fondatrice dans le capital, tend à susciter une résistance à la réforme. Cet ancrage local fort dans les pays asiatiques pourrait jouer comme un frein à la convergence vers un modèle unique. À côté des forces susceptibles de ralentir les transformations de la gouvernance, nous avons également montré des facteurs propices aux changements. Il s'agit de la présence des actionnaires étrangers, de la taille de la firme, du développement des marchés boursier et du niveau de la protection juridique des investisseurs.

Nous avons obtenu 3 modèles hybrides pour la période étudiée. Mais étant donné que les changements ne sont pas terminés, on continuera à observer dans les années qui viennent l'apparition de nouveaux modèles. Il convient cependant de souligner la portée restreinte de nos résultats, dans le sens où notre travail se concentre sur les domaines constitutifs de la gouvernance limités. L'introduction de toutes les complémentarités possibles entre les

institutions permettrait d'étendre notre étude et de traiter de la variété des modèles de capitalisme.

## **CONCLUSION GENERALE**

La dernière décennie est le témoin de changements importants dans la gouvernance d'entreprise en Asie. Cette thèse a cherché à rendre compte de ces transformations, domaine d'étude privilégié depuis la crise asiatique. Elle s'est attachée tout particulièrement à questionner le sens des changements récents à la lumière des mécanismes du changement institutionnel. Nous présenterons dans un premier temps les principaux résultats et les apports de la thèse, puis dans un second temps, nous proposerons quelques nouvelles voies de recherche.

### **Les principaux apports et résultats de l'étude**

La démarche de la thèse s'inscrit dans la lignée des travaux qui visent à éclairer le rôle des institutions. Notre principal apport théorique se situe ainsi dans **la construction d'un cadre institutionnaliste pour apprécier de façon plus précise les changements de la gouvernance**. Cette grille d'analyse institutionnaliste, fondée **à partir des concepts du changement institutionnel**, a permis de mettre en lumière la dynamique des systèmes de gouvernance et de saisir de quelle manière ils se transforment. En remontant aux origines du débat en la matière qui privilégie la notion de conflit d'intérêt, associée à celle de relation d'agence, nous avons vu que ce champ de réflexion traditionnel doit être poursuivi et approfondi pour prendre en compte la coexistence de plusieurs types de modèles et leurs évolutions.

Nous avons proposé une vision plus riche de la gouvernance. Celle-ci n'y est plus réduite à une approche contractuelle : la gouvernance est plutôt perçue comme un système dynamique inséré dans le cadre institutionnel. De ce fait, les formes de gouvernance sont le produit de l'environnement institutionnel. Les différents modèles de gouvernance ne sont pas figés : ils se modifient en fonction à la fois de leurs propres mouvements et des mutations de leur environnement. En effet, l'enjeu fondamental qui se cache derrière le débat de la convergence est précisément lié à ses capacités d'évolution.

La logique du changement institutionnel nous apporte des clés de lecture pour comprendre les transformations actuelles de la gouvernance.

Le concept de *path dependence* fournit un point de départ qui permet de mieux percevoir les multiples façons dont l'histoire influe et les divergences persistantes entre les trajectoires des modèles de gouvernance. Cette notion est aussi indispensable pour appréhender l'inertie et la rigidité institutionnelle. Cependant, nous avons proposé de compléter les analyses en termes de *path dependence* avec d'autres concepts qui peuvent saisir la continuité et la manière dont le changement peut être engendré de façon endogène. Plus précisément, le choc exogène est un facteur explicatif important mais nous devons aussi rendre compte l'évolution endogène des systèmes de gouvernance. Les changements de type incrémental caractérisent les transformations de la gouvernance. Il est peu vraisemblable qu'un modèle unique puisse s'imposer car l'argument de la convergence entre les modèles de gouvernance repose habituellement sur le critère de l'efficacité. Cette idée fonctionnaliste néglige le fait que les modes de gouvernance dépendent des configurations institutionnelles et des spécificités institutionnelles nationales. Chaque système présenterait ainsi des atouts et des faiblesses, ce qui expliquerait l'existence de différents types des systèmes performants.

Dans cette optique, nous avons émis **l'hypothèse du processus d'hybridation** sur les transformations de la gouvernance. L'élément le plus important qui découle de cette approche concerne **l'émergence d'une nouvelle forme de gouvernance adaptée au contexte local**. L'hybridation est soumise à deux séries de forces : les forces qui sont favorables aux changements et celles qui les bloquent. Le processus d'adaptation des nouvelles pratiques introduites dégage à terme un modèle adapté aux conditions locales. Le processus suggéré dépasse la distinction étanche qui est communément tracée entre convergence et maintien des caractéristiques inaltérables. Cette approche nous a permis de comprendre et de caractériser les changements de gouvernance en Asie : l'importation du nouveau modèle basé sur la logique américaine qui se superpose aux systèmes existants ne signifie pas une convergence mais conduit à de nouveaux modèles adaptés aux environnements locaux.

En rupture avec l'approche traditionnelle statique de la gouvernance, le cas de l'Asie nous semble particulièrement intéressant pour illustrer la dynamique institutionnelle que représente l'évolution de la gouvernance. L'étude de plusieurs pays d'Asie constitue l'apport essentiel de notre thèse. **Les résultats permettent d'apporter une vision globale des mutations rencontrées dans la gouvernance sur la zone asiatique**, alors que de nombreuses analyses se limitent quasi exclusivement à un seul pays (le plus souvent le Japon,

la Chine, ou dans une moindre mesure la Corée). Ce travail est de nature à éclairer également le débat sur la convergence.

Dans cette étude, il ressort que les changements profonds introduits sont liés à l'essor des marchés boursiers, le renforcement des réglementations basées sur des règles anglo-saxonnes ainsi que la montée en puissance des investisseurs institutionnels et étrangers. De nombreux indicateurs soutiennent ce constat. La capitalisation boursière et le nombre de sociétés cotées en bourse ne cessent d'augmenter. Une telle croissance des marchés d'actions laisse penser à une érosion progressive du poids des banques. Pourtant, nous avons montré que les banques se diversifient afin de mieux faire face au nouveau contexte financier. Elles exercent aujourd'hui de nouveaux métiers tels que les activités de gestion d'actifs et d'assurance. La réforme réglementaire est encadrée par des pratiques fondées sur des objectifs et des principes universels de gouvernance. Autre point intéressant, la structure du capital des entreprises se déconcentre lentement. Longtemps caractérisée par une domination des actionnaires stratégiques sur ses places boursières, l'Asie a également été le témoin de l'accroissement du poids des actionnaires institutionnels. Cette place accrue des investisseurs institutionnels s'est évidemment accompagnée d'une modification assez profonde dans la structure de propriété.

Les investisseurs institutionnels peuvent être les vecteurs d'un rapprochement entre les pays asiatiques. Cependant notre étude empirique a montré les diverses configurations actionnariales dans cette région. Nous avons identifié quatre modèles différents : il n'existe pas un modèle asiatique spécifique. Car la pénétration des fonds institutionnels se retrouve dans les différentes configurations de chaque pays qui conservent leurs structures antérieures. Ces résultats permettent d'acquérir une vision exhaustive de l'état des structures actionnariales. Certes l'homogénéisation des pratiques, qui se manifeste par l'adoption commune de lois ou de réglementations similaires entre les pays, peut nourrir l'argumentation des défenseurs de l'hypothèse de la convergence. Mais l'application et le respect correct de la nouvelle réglementation ne sont pas garantis. La résistance aux changements est normale et on doit s'y attendre en raison d'une inertie institutionnelle.

Après l'étude des théories du changement institutionnel, nous avons appliqué l'hypothèse de l'hybridation au cas de l'Asie. Notre analyse relève **trois modèles hybrides de gouvernance** : l'hybridation transparente US mais contrôle familial, l'hybridation forcée et

l'hybridation endogène US. Sur ce point, **les évolutions récentes n'ont pas fait émerger un modèle unique : une pluralité de modèles s'est au contraire développée**. Compte tenu de la diversité des conditions nationales, il n'est pas surprenant que des modèles de gouvernance différents puissent coexister à un même moment malgré une réorientation des modèles vers de nouveaux principes similaires.

Nous avons aussi tenté de déterminer ce qui a pu guider les transformations actuelles ainsi que la tendance à la résistance pour chaque modèle hybride. Dans la plupart des cas, c'est sous la crise qu'apparaît la nécessité de réformes. Cependant, trois grandes configurations originales sont loin d'appartenir à la même logique. Notre observation implique que le processus d'hybridation n'est ni homogène ni automatique car ce mouvement est très ouvert sur des interactions stratégiques selon des routines différentes et les conséquences sont inattendues.

- Dans l'hybridation transparente US mais contrôle familial, les changements sont favorisés par la volonté des autorités hongkongaises d'être la principale place financière et d'enrayer certains dysfonctionnements liés aux entreprises familiales. Les réformes cherchent à renforcer les systèmes préexistants. Mais on observe une résistance de la part des actionnaires familiaux qui ont intérêt à préserver leur pouvoir.
- La crise brutale a déstabilisé les systèmes antérieurs et la nécessité de réformer était pressante pour les pays qui se trouvent dans l'hybridation forcée. Les entreprises réagissent plus ou moins activement aux changements pour profiter de nouvelles opportunités ou lancer de nouveaux défis. Il faut cependant noter que des nouveaux principes selon la logique anglo-saxonne se combinent avec d'anciennes routines tout en préservant certaines caractéristiques structurelles qui leurs sont propres. Ce qui est au cœur de cette permanence, ce sont des grandes entreprises de type conglomérat, le contrôle étatique, etc.
- Enfin, l'hybridation endogène US appartient à une tout autre configuration. La transformation de la gouvernance est lancée par certains groupes (les industriels) qui voulaient tenter d'améliorer leur position à travers de nouvelles institutions dans la

période de croissance soutenue. Les réformes étant le produit de certains acteurs qui voulaient imposer leurs préférences institutionnelles aux autres, il n'est pas surprenant que le processus du changement y soit de nature incrémentale et que les phénomènes de *path dependence* soient à l'œuvre. On constate que les changements ne sont acceptés que par les acteurs impliqués. Pourtant, les acteurs extérieurs restent sur le terrain et leur adaptation peut conduire à une configuration sans précédent.

Sur la base de ces résultats, nous avons ensuite **cherché à identifier empiriquement les forces qui ont provoqué ces changements et les facteurs de résistance**. De cette analyse, il ressort que la présence des actionnaires étrangers, la taille de la firme, le développement des marchés boursier ainsi que le niveau de protection juridique des investisseurs sont des forces motrices potentielles du changement en Asie. Par contre, la résilience à la transformation provient du poids des sociétés industrielles dans la structure actionnariale. Nous avons en particulier souligné que les participations croisées entre les entreprises et la prise de participation directe de la famille fondatrice dans le capital génèrent de l'inertie au changement. Il apparaît clairement qu'il n'est pas de l'intérêt des actionnaires de contrôle de favoriser de nouvelles règles par crainte de perdre ce qu'ils possèdent et par préférence pour la stabilité. **Cette résistance locale dans les pays asiatiques constituerait un principal frein à la convergence vers un modèle unique.**

Au final, à observer les mutations récentes et en dépit de la préservation d'éléments des systèmes antérieurs, l'Asie autorise une lecture dynamique du changement institutionnel qui est en fait susceptible de prendre des formes très variées (Boyer, 2004c). L'étude des transformations des modèles de gouvernance ne peut se faire sans la prise en compte du cadre institutionnel dans lequel les entreprises sont imbriquées. Les institutions se transforment en permanence conduisant à des modifications des systèmes de gouvernance. Ainsi, la question de la recherche de la gouvernance doit être d'élucider le changement institutionnel. On constate dans cette thèse des divergences apparemment marquées sur la zone asiatique malgré les tentatives de réforme de la gouvernance par l'adoption de principes plus orientés vers les mécanismes anglo-saxons. Mais la suite de l'histoire n'est pas écrite. Et d'autres transformations peuvent voir le jour.

### **Les limites et nouvelles voies de recherche**

Ce travail d'analyse sur les changements de gouvernance présente, bien entendu, un certain nombre de limites à partir desquelles il est possible de tracer de nouvelles voies de recherche et de proposer des approfondissements. Notre cadre d'analyse se focalise sur certains éléments clés constitutifs de la gouvernance : les structures d'actionnariat, le mode de financement et les pratiques de gestion. Dans des travaux ultérieurs il serait possible de mobiliser d'autres aspects importants tels que les évolutions du rapport salarial. En outre, les prolongements possibles de cette thèse concernent une prise en compte de toutes les complémentarités possibles entre les différents domaines institutionnels qui caractérisent les formes de la gouvernance. Cela permettrait d'éclairer le débat sur la variété des modèles de capitalisme. L'impact du changement de gouvernance sur la performance ainsi que l'évaluation de la viabilité des nouveaux modèles hybrides constituent également un champ de recherche à approfondir. Les institutions évoluent et les complémentarités institutionnelles semblent se fissurer. Ceci apporterait une réponse à l'argument selon lequel le modèle hybride est censé empêcher la possibilité d'une cohérence entre les institutions, ce qui permet la performance économique (Gingerich et Hall, 2002; Hall et Soskice 2002).

## **Bibliographie**

## **A. Bibliographie générale**

Acemoglu, D. et J. Robinson (2000), “Why Did the West Extend the Franchise? Democracy, Inequality, and Growth in Historical Perspective”, *Quarterly Journal of Economics* 115, No. 4, pp.1167-1199.

ADB (Asian Development Bank) (2000), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, vol. 1, Manila, Philippines.

ADB (2001), *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, vol. 2, Manila, Philippines.

ADB (2008a), “Global Financial Turmoil: Impact and Challenges for Asia’s Financial Systems”, Working Paper Series on *Regional Economic Integration*, No.16, Manila, Philippines.

ADB (2008b), “Emerging East Asian Banking Systems Ten Years after the 1997/1998 Crisis”, Working Paper Series on *Regional Economic Integration*, No. 18, Manila, Philippines.

ADB (2009a), *Key Indicators for Asia and the Pacific*, Manila, Philippines.

ADB (2009b), “What is the Impact of the Global Financial Crisis on the Banking System in East Asia?”, ADBI Working Paper Series, No.146, Tokyo, Japan.

Aglietta, M. (1997), *Régulation et crises du capitalisme*, Editions Odile Jacob, Paris.

Aglietta, M. (2008), “Les fonds souverains et l’avenir du capitalisme”, in J.-P. Betbèze (dir.), *Fonds souverain : à nouvelle crise, nouvelle solution ?*, Les cahiers du cercle des économistes, Puf, pp.81-93.

Aglietta, M. et Y. Landry (2007), *La chine vers la superpuissance*, Economica, Paris.

Aglietta, M. et A. Reberieux (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Editions Albin Michel, Paris.

Agrawal, A. et C. R. Knoeber (1996), “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, No.3, pp.377-397.

Agrawal, A. et G. N. Mandelker (1992), “Shark Repellents and the Role of Institutional Investors in Corporate Governance”, *Managerial and Decision Economics* 13, No.1, pp.15-22.

Aguilera, R. V. (1998), “Elites, Corporations and the Wealth of Nations: Historical Institutional Patterns in Italy and Spain”, PhD Dissertation, Department of Sociology, Harvard University.

Aguilera, R. V. et G. Jackson (2003), "The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants", *Academy of Management Review* 28, No.3, pp.447-465.

Albert, M. (1991), *Capitalisme conte capitalisme*, Edition du Seuil, Paris.

Alchian, A. A. (1950), "Uncertainty, Evolution and Economic Theory", *Journal of Political Economy* 58, No.3, pp.211-221.

Alchian, A. A. et H. Demsetz (1972), "Production, Information Costs, and Economic Organisation", *American Economic Review* 62, No.5, December, pp.777-795.

Alchian, A. A. et H. Demsetz (1973), "The property rights paradigm", *Journal of Economic History* 33, No. 1, March, pp.16-27.

Allen, F. et G. Douglas (2000), *Comparing Financial systems*, MIT Press, Cambridge.

Alston, L. (1996), "Empirical work in institutional economics: an overview", in L. Alston, T. Eggertsson et D. North (eds.), *Empirical Studies in Institutional Change*, Cambridge University Press, pp.25-30.

Amable, B. (2003), "Systèmes d'innovation", in H. Penan et P. Muster (dir.), *Encyclopédie de l'innovation*, Economica, Paris, pp.376.

Amable, B. (2005), *Les cinq capitalismes : Diversité des systèmes économiques et sociaux dans la mondialisation*, Seuil, Paris.

Amable, B. (2009), "Structural reforms in Europe and the (in)coherence of institutions", *Oxford Review of Economic Policy* 25, No.1, pp.17-39.

Amable, B., L. Demmou et D. Gatti (2007), "Employment Performance and Institutions: New Answers to an Old Question", Discussion Paper Series No.2731, Institute for the Study of Labor.

Amable, B. et S. Palombarini (2005), "La constitution européenne et le modèle social européen : et maintenant l'Europe sociale-libérale ? ", in G. Raveaud, A. Saïdi et D. Sauze (dir.), *Douze économistes contre le projet de constitution européenne*, Harmattan, Paris.

Aoki, M. (2000), *Information, corporate governance, and institutional diversity: Competitiveness in Japan, the USA, and the transitional economics*, Oxford University Press, Oxford.

Aoki, M. (2001), *Toward comparative institutional analysis*, The MIT press, Cambridge.

Aoki, M. (2007), La spécificité renouvelée des entreprises japonaises, Centre Cournot pour la Recherche en Economie, No.10, September.

Aoki, M., G. Jackson et H. Miyajima (2007), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, University Press, Oxford.

Arthur, B. W. (1989), "Competing Technologies, Increasing Returns, and Lock-In by Historical Events", *Economic Journal* 99, No. 394, pp.116-131.

Asian Corporate Governance Association (2005), "The Corporate Governance Landscape in Asia", SPARX Value Creation Roundtable, Tokyo.

Asian Corporate Governance Association (2008), "The Benefits of Corporate Governance to Emerging Economies", Corporate Governance Seminar, Bahrain.

Atje, R. et B. Jovanovic (1993), "Stock Markets and Development", *European Economic Review* 37, No.2-3, pp.632-640.

Auvray, T. et C. Granier (2009), "La crise financière en Europe : vers une convergence des modèles de détention actionnariale ? " in C. Dupuy et S. Lavigne (dir.), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation Française, pp.79-95.

Backman, M. (1999), *Asian Eclipse: Exposing the Dark Side of Business in Asia*, John Wiley & sons Inc, Singapore.

Bank for International Settlements (2007), "Institutional investors, global savings and asset allocation", Committee on the Global Financial System Papers, No.27, February.

Barnhart, S. et S. Rosenstein (1998), "Board Composition, Managerial Ownership and Firm Performance: An Empirical Analysis", *Financial Review* 33, No.4, pp.1-16.

Bazzoli, L. et V. Dutraive (1998), "Les dimensions cognitives et sociales du comportement économique : l'approche institutionnaliste de J.R.Commons", Cahiers du GRATICE, No.14.

Bebchuk, L. A. et M. J. Roe (1999), "A theory of path dependence in corporate ownership and governance", *Stanford Law Review* 52, No.1, pp.127-170.

Beck, T., A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (2001), "The Financial Structure Database", in A. Demirgüç-Kunt et R. Levine (eds.), *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*, MIT Press, Cambridge, pp.17-80.

Berger, S. et R. Dore (1996), *National Diversity and Global Capitalis*, Cornell University Press, Ithaca, NY.

Berglöf, E. (1997), "Reforming Corporate Governance: Redirecting the European Agenda", *Economic Policy* 12, No.24, pp.91-123.

Berle, A. A. et G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.

Bertrand, M., P. Mehta et S. Mullainathan (2000), "Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Business Groups", Working Paper, No. 7952, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Best, M. (1990), *The New Competition: Institutions of Industrial Restructuring*, Harvard University Press, Cambridge.

Bianchi, M., M. Bianco et L. Enriques (2001), "Pyramidal groups and the separation between ownership and control in Italy", in F. Barca et M. Becht (eds.), *The Control of Corporate Europe*, Oxford University Press, pp.154-186.

Biebuyck, T., A. Chapelle et A. Szafarz (2002), "Les leviers de contrôle des actionnaires majoritaires", Working Paper, No. 05-03, Université Libre de Bruxelles.

Biggart, N. W. et M. F. Guillén (1999), "Developing Difference: Social Organization and the Rise of the Auto Industries of South Korea, Taiwan, Spain, and Argentina." *American Sociological Review* 64, No.5, October, pp.722-747.

Blair, M. M. (1995), *Ownership and control : Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Brookings Institution Press, Washington D.C.

Blyth, M. (2002), *Great Transformations: Economic Ideas and Institutional Change in the Twentieth Century*, Cambridge University Press, New York.

Bongini, P., S. Claessens et G. Ferri (2000), "The political economy of distress of East Asian financial institutions", Policy research Working Paper Series, No.2265, World Bank.

Boot, A. et A. V. Thakor (1997), "Financial Systems Architecture", *The Review Of Financial Studies* 10, No.3, pp.693-733.

Boubel, A. et F. Pansard (2004), *Les investisseurs institutionnels*, La Découverte, Paris.

Bouissou, J.M., D. Hochraich et C. Milelli (2003), *Après la crise : Les économies asiatiques face aux défis de la mondialisation*, Karthala, Clamecy.

Boyer, R. (1994), "Nature, diffusion et hybridation de l'organisation productive japonaise : l'exemple de la CAMI", Japon In Extenso, No.32, Juin, pp.2-16.

Boyer, R. (1998), "Le politique à l'ère de la mondialisation et de la finance : Le point sur quelques recherches régulationnistes", communication au colloque *Évolution et transformation des systèmes économiques : approches comparatives du capitalisme et du socialisme*, 19 juin, Paris.

Boyer, R. (1999), "The embedded innovative systems of Germany and Japan: Distinctive Features and Futures", Paper prepared for the conference *German and Japan in the 21st Century: Strengths Turning into Weaknesses?*, Cologne.

Boyer, R. (2001), "Du rapport salarial fordiste à la diversité des relations salariales : une mise en perspective de quelques recherches régulationnistes", document de travail No.2001-14, CEPREMAP-CNRS-EHESS.

Boyer, R. (2004a), *Théorie de la régulation : Les fondamentaux*, La Découverte, Paris.

Boyer, R. (2004b), *Une Théorie du capitalisme est-elle possible ?*, Odile Jacob, Paris.

Boyer, R. (2004c), “A quelles conditions les réformes institutionnelles réussissent-elles ? ”, Contribution au contrat finalisé Commissariat Général du Plan – CEPREMAP 2003-2004, Paris.

Boyer, R. (2005), “What future for codetermination and corporate governance in Germany? ”, Working Paper, No. 2005-39, Paris-Jourdan Sciences Economiques, Paris.

Boyer, R., E. Charron, U. Jurgens et S. Tolliday (1998), *Between imitation and innovation: the transfer and hybridization of productive models in the international automobile industry*, Oxford university press, Oxford.

Boyer, R. et M. Didier (1998), *Innovation et Croissance*, La Documentation française, Paris.

Buiter, W., S. Fries et C. Oman (2003), “Corporate Governance in Developing, Transition and Emerging-Market Economies”, OECD Development Centre Policy Brief, No. 23.

Cadbury Committee Report (1992), “The Financial Aspects of Corporate Governance”, Burgess Science Press.

Calvert, R. (1995), “Rational Actors, Equilibrium and Social Institutions”, in J. Knight et I. Sened (eds.), *Explaining Social Institutions*, University of Michigan press, Ann Arbor, pp.57-94.

Cameron, D. R. (1978), “The Expansion of the Public Economy: A Comparative Analysis.” *American Political Science Review* 72, No.4, pp.1243-1261.

Campbell, J. L. et L. N. Lindberg (1990), “Property Rights and the Organization of Economic Activity by the State”, *American Sociological Review* 55, No.5, pp.634-647.

Campbell, J. L. et L. N. Lindberg (1991), “The Evolution of Governance Regimes” in J. L. Campbell, J. R. Hollingsworth et L. N. Lindberg (eds.), *Governance of the American Economy*, Cambridge University Press, New York, pp.319-355.

Carlin, W. (2008), “Ownership, Corporate Governance, Specialization and Performance: Interpreting Recent Evidence for OECD Countries”, paper for the conference *Does Company Ownership Matter? Efficiency and Growth* of the Cournot Centre for Economic Studies, November 29–30, Paris.

Carlin, W. et C. Mayer (2003), “Finance, investment and growth”, *Journal of Financial Economics* 69, No.1, pp.191-226.

Chai-Anant, C. et C. Ho (2008), “Understanding Asian Equity Flows, Market Returns and Exchange Rates”, BIS (Bank for International Settlements) Working Paper, No.245.

Chakrabarti, R. (2005), “Corporate Governance in India - Evolution and Challenges”, Indian School of Business, Working Paper Series.

Chalapati Rao, K. S. et A. Guha (2006), “Ownership Pattern of the Indian Corporate Sector: Implications for Corporate Governance”, Institute for Studies in Industrial Development Working Paper 2006/09.

Charl ty, P. (2001), "Activisme des actionnaires : le cas particulier des fonds de pension", Bulletin COB (Commission des opérations de bourse), No.354.

Charreaux, G. (1997a), "Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière", in G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance : théorie et faits*, Economica, pp.55-85.

Charreaux, G. (1997b), "Vers une théorie du gouvernement des entreprises", in G. Charreaux (dir.), *Le gouvernement des entreprises - Corporate Governance : théorie et faits*, Economica, pp.421-469.

Charreaux, G. (2004), "Les théories de la gouvernance : de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux", Cahier du FARGO (Research center in Finance, organizational Architecture and GOVERNANCE), No. 1040101.

Charreaux, G., J. P. Daviet, M. Hau, M. J. Roe, J. M. Saussois et C. Kobrak (1999), "La corporate governance en perspective ", *Entreprises et Histoire*, No.21, pp.100-113.

Charreaux, G et P. Desbrières (1998), "Gouvernance des entreprises : valeur partenariale contre valeur actionnariale", *Finance Contrôle Stratégie*1, No. 2, pp.57- 88.

Chavance, B. (1998), "Grand-route et chemins de traverse de la transformation post-socialiste", *Economies et sociétés*, Série F, No.36, pp.141-149.

Chavance, B. (2007), *L' conomie institutionnelle*, La Découverte, Paris.

Child, J. (1997), "Strategic Choice in the Analysis of Action, Structure, Organizations and Environment: Retrospect and Prospect" *Organization Studies* 18, No.1, pp.43-76.

Chng, C. K. et Y. T. Mak (2000), "Corporate Governance Practices and Disclosures in Singapore: an update", The NUS Business School, National University of Singapore.

Claessens, S. (2003), "Corporate Governance and Development", Global Corporate Forum, World Bank, Washington DC.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan et L. Lang (1999a), "Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia", The World Bank.

Claessens, S., S. Djankov, J. Fan, et L. Lang (1999b), "Who Controls East Asian Corporations?", World Bank Policy Research Working Paper, No. 2054.

Claessens, S., S. Djankov et D. Klingebiel (1999), "Financial restructuring in East Asia: halfway there?", Financial Sector Discussion Paper, No.3, The World Bank.

Claessens, S., S. Djankov et D. Klingebiel (2001), "Stock Markets in Transition Economies", in L. Bokros, A. Fleming et C. Votava (eds.), *Financial Transition in Europe and Central Asia: Challenges of the New Decade*, World Bank, Washington DC, pp.109-137.

Claessens, S., S. Djankov et L. Lang (1998), "East Asian corporations: growth, financing and risks over the last decade", mimeo, The World Bank.

Claessens, S., S. Djankov et L. Lang (2000), “The separation of ownership and control in East Asian corporations”, *Journal of Financial Economics* 58, No.1-2, pp.81-112.

Claessens, S., S. Djankov et L. C. Xu (2000), “Corporate performance in the east Asian financial crisis”, *The World Bank Research Observer*, vol.15, No.1, pp.23-46.

Coase, R. (1937), “The Nature of the Firm”, *Economica* 4, No.16, pp.386-405.

Coffee, J. C. (1999), “The future as history: the prospect for global convergence in corporate governance and its implications”, *Northwestern Law Review* 93, No.3, pp.641-707.

Colander, D. (1994), “Economists, Institutions and Change”, in M. Rizzo (ed.), *Advances in Austrian Economics*, JAI Press.

Comincioli, B. (1996), “The Stock Market as a Leading Indicator: An Application of Granger Causality”, *The University Avenue Undergraduate Journal of Economics*, Sample Issue.

Corrado, R et M. Zollo (2003), “La résistance des petits mondes : réformes des marchés et réseaux de participation en Italie”, *Dossier Petits Mondes, Gérer et Comprendre*, No.74.

Crouch, C. (2005), *Capitalist Diversity and Change*, Oxford University Press, New York.

Crouch, C. et W. Streeck (1997), *Political Economy of Modern Capitalism: Mapping Convergence and Diversity*, Sage Publication, London.

Cunningham, L. (1999), “Commonalities and prescriptions in the vertical dimension of global corporate governance”, *Cornell Law Review* 84, pp.1133-1194.

Cusumano, M. (1985), *The Japanese Automobile Industry: Technology and Management at Nissan and Toyota*, Harvard University Press, Cambridge.

Deeg, R. (1998), “What Makes German Banks Different”, *Small Business Economics* 10, No.2, pp.93-101.

Deeg, R. (2001), “Institutional change and the uses and limits of path dependency: the case of German finance”, Discussion Paper, 01/6, Max Planck Institute for the Study of Societies.

Deeg, R. (2005), “Path dependency, institutional complementarity, and change in national business systems” in G. Morgan, R. Whitley et E. Moen (eds.), *Changing Capitalism? Internationalization, Institutional Change, and Systems of Economic Organization*, Oxford University Press, Oxford, pp.21–52.

Deeg, R. et G. Jackson (2007), “Toward a more dynamic theory of capitalist variety”, *Socio-Economic Review* 5, No.1, pp.149-179.

Demirgüç-Kunt, A. (1994), “Developing Country Capital Structure and Emerging Stock Markets”, Policy Research Working Paper, WPS 933, July, The World Bank.

- Demirgüç-Kunt, A. et V. Maksimovic (1998), “Law, finance, and firm growth”, *Journal of Finance* 53, No.6, pp.2107-2137.
- Demirgüç-Kunt, A. et L. Ross (1995), “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”, Policy Research Working Paper, No. 1462, The World Bank.
- Dewatripont, M. et G. Roland (1995), “The Design of Reform Packages under Uncertainty”, *American Economic Review* 85, No.5, pp.1207–23.
- Digma, A. et M. Galanis (1999), “Governing the World: The Development of the OECD’s Corporate Governance Principles”, *European Business Law Review* 10, No.9-10, pp.396-407.
- DiMaggio, P. (1988), “Interest and agency in institutional theory” in L. Zucker (ed.), *Institutional patterns and culture*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, MA, pp. 3-22.
- Djelic, M. L. (1998), *Exporting the American Model: The Postwar Transformation of European Business*, Oxford University Press, New York.
- Djelic, M. L. et S. Quack (2007), “Overcoming Path Dependency: Path Generation in Open Systems”, *Theory and Society* 36, No.2, pp.161-186.
- Doidge, C., G. A. Karolyi et R. M. Stulz (2007), “Why do countries matter so much for corporate governance?”, *Journal of Financial Economics* 86, No.1, pp.1-39.
- Doms, M. E. et J. B. Jensen (1998), “Comparing wages, skills, and productivity between domestically and foreign-owned manufacturing establishments in the United States”, in R. Baldwin, R. Lipsey et J. D. Richardson (eds.), *Geography and Ownership as Bases for Economic Accounting*, Chicago University Press, Chicago, pp.235-255.
- Dore, R. (1973), *British Factory - Japanese Factory: The Origins of National Diversity in Industrial Relations*, University of California Press, Berkeley, CA.
- Dore, R. (2000), *Stock market capitalism: Welfare capitalism – Japan and Germany versus the Anglo – Saxons*, Oxford University Press, Oxford.
- Dupuy, C. et S. Lavigne (2008), “Comportements de placement des acteurs clés du capitalisme: Quand la géographie compte”, *Cahiers du Gretha*, No.2008-05.
- Dupuy, C. et S. Lavigne (2009), “La crise de l’hégémonie financière américaine : vers l’émergence d’un nouvel équilibre mondial” in C. Dupuy et S. Lavigne (dir.), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation Française, pp. 49-65.
- Dupuy, C. et F. Morin (1993), *Le cœur financier européen*, Economica, Paris.
- Durnev, A. et E. H. Kim (2003), “To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation”, 14th Annual Conference on Financial Economics and Accounting (FEA), San Diego Meetings.
- Dyck, A. et L. Zingales (2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance* 59, No.2, pp.537-600.

Easternbrook, F. et D. Fischel (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Edquist, C. et J. Björn (1997), "Institutions and Organizations in Systems of Innovation" in C. Edquist (ed.), *Systems of Innovation: Technologies, Institutions and organizations*, Pinter Publisher, London, pp.41-63.

Eisenstadt, S. N. (1980), "Cultural orientations, institutional entrepreneurs and social change: Comparative analyses of traditional civilizations", *American Journal of Sociology* 85, No.4, pp.840-869.

Ernst, E. (2003), "De la Théorie de la Régulation aux Complémentarités Institutionnelles", European Central Bank, mars, Frankfurt.

Ernst & Young (2005), "Les entreprises familiales suisses et la bourse", Ernst & Young SA.

Faccio, M. et L. H. P. Lang (2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations", *Journal of Financial Economics* 65, No.3, pp. 365-395.

Fama, E. (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88, No.2, pp.288-307.

Fama, E. et M. Jensen (1983), "Separation of ownership and control" *Journal of Law and Economics* 26, No.2, pp.301-325.

Fan, G. et W. T. Woo (1993), "Decentralized Socialism and Macroeconomic Stability: Lessons from China", Working Paper, No. 112, World Institute for Development Economics Research, The United Nations University.

Fasano, U. (2000), "Review of the Experience with Oil Stabilization and Savings Funds in Selected Countries", IMF Working Paper 00/112.

Fligstein, N. (1990), *The Transformation of Corporate Control*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Fligstein, N. (1997), "Social skill and institutional theory", *American Behavioral Scientist* 40, No.4, pp.397-405.

Fligstein, N. et J. Choo (2005), "Law and Corporate Governance", *Annual Review of Sociology* 1, pp.61-84.

Franks, J. et C. Mayer (1998), "Ownership and Control in Europe", in P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Palgrave Macmillan, London, pp.722-730.

Garrett, G. (1998), *Partisan Politics in the Global Economy*, Cambridge University Press, New York.

Garud, R., S. Jain et A. Kumaraswamy (2002), "Institutional entrepreneurship in the sponsorship of common technological standards: The case of Sun Microsystems and Java", *Academy of Management Journal* 45, No.1, pp.196-214.

Geoffron, P. (2000), "La «Corporate Governance» et la restructuration du modèle japonais", *Economie Internationale* 4<sup>ème</sup> trimestre, No.84. pp.149-164.

Gerlach, M. L. (1992), *Alliance Capitalism: The Social Organization of Japanese Business*, University of California Press, Berkeley, CA.

Ghosh, S. R. (2006), "East Asian Finance: The Road to Robust Markets", World Bank.

Gill, A. (2001), "CG Watch/Corporate governance in emerging markets: Saints & sinners: Who's got religion?", CLSA Emerging markets, Hong Kong.

Gillan, S. L. et L. T. Starks (2002), "Institutional Investors, Corporate Ownership and Corporate Governance", Working Paper 2002/09, World Institute for Development Economics Research.

Gingerich, D. W. et P. A. Hall (2002), "Varieties of capitalism and institutional complementarities in the macroeconomy: An empirical analysis", texte présenté au *International Seminar on Institutional Complementarities and Dynamics of Economy System*, Paris, Avril.

Gordon, J. N. (1999), "Pathways to corporate convergence? Two steps on the road to shareholder capitalism in Germany", *Columbia Journal of European Law* 5, No.219, pp.219-241.

Gordon, J. N. et M. J. Roe (2004), *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge University Press, Cambridge.

Gourevitch, P. A. et J. Shinn (2005), *Political Power & Corporate Control: The new global politics of corporate governance*, Princeton University Press, Princeton and Oxford.

Gregory, H. J. (2001), "International Comparison of Corporate Governance: Guidelines and Codes of Best Practice in Developed Markets", Weil, Gotshal & Manges LLP.

Greif, A. (1993), "Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition", *American Economic Review* 83, No.3, pp.525-48.

Greif, A. (1994), "Cultural Beliefs and the Organization of Society: A Historical and Theoretical Reflection on Collectivist and Individualist Societies" *Journal of Political Economy* 102, No.5, pp.912-950.

Grossman, S. J. et O. D. Hart (1986), "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration", *Journal of Political Economy* 94, No.4, The University of Chicago, pp.691-719.

Guillén, M. F. (1994), *Models of Management: Work, Authority, and Organization in a Comparative Perspective*, The University of Chicago Press, Chicago.

Guillén, M. F. (1998a), "International Management and the Circulation of Ideas" in C. L. Cooper et D.M. Rousseau (eds.), *Trends in Organizational Behavior* 5, Wiley, New York, pp.47-63.

Guillén, M. F. (1998b), "Review of The Collapse of the American Management Mystique, by Richard R. Locke", *Business History Review* 72, No.2, pp.364-366.

Guillén, M. F. (2000), "Corporate Governance and globalization: Is there convergence across countries?" *Advances in Comparative International Management* 1, pp.175-204.

Guillén, M. F. (2001), *Diversity in Globalization: Organizational Change in Argentina, South Korea, and Spain*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Guillén, M. F. et A. E. Tschoegl (1999), "At Last the Internationalization of Retail Banking? The Case of the Spanish Banks in Latin America", Center for Financial Institutions Working Papers 99-41, The Wharton School.

Hall, P. A. et D. Soskice (2002), "Les Variétés du capitalisme", in Association recherche et régulation (ed.), *L'Année de la régulation : Economie, Institutions, Pouvoirs*, Presses de Sciences Po, Paris, pp.47-115.

Hall P. A. et R. Taylor (1997), "La science politique et les trois néo-institutionnalismes", *Revue Française de Science Politique* 47, No.4, pp.469-496 .

Hall, P. A. et K. Thelen (2009), "Institutional Change in Varieties of Capitalism", *Socio-Economic Review* 7, No.1, pp.7-34.

Hamilton, G. et N. Biggart (1988), "Market, Culture, and Authority: A Comparative Analysis of Management and Organization in the Far East", *American Journal of Sociology* 94, No.5, pp.52-94.

Hansmann, H. et R. Kraakman (2000), "The End of History for Corporate Law", Discussion Paper No. 280, Harvard Law School, Cambridge.

Hart, O. (1995), "Corporate governance: Some theory and implications", *The Economic Journal* 105, No.430, pp.678-689.

Hart, O. et J. Moore (1990), "Property rights and the nature of the firm", *Journal of Political Economy* 98, No.6, pp.1119-1158.

Hayek, F. A. (1973), *Law, Legislation and Liberty, vol. 1: Rules and Order*, University of Chicago Press, Chicago.

Helmick, B. J., D. D. Jackson et P. Watzlawick (1972), *Une Logique de la communication*, Seuil, Paris.

Hirano, T. (2003), "Financial sector FDI in Asian economies: some stylized facts and observations", central bank paper submitted for the CGFS Working Group on foreign direct investment in the financial sectors of emerging market economies.

Ho, S. (2003), “Corporate Governance in Hong Kong: Key Problems and Prospects”, Centre for Accounting Disclosure and Corporate Governance School of Accountancy, The Chinese University of Hong Kong.

Hodgson, G. M. (2004), *The Evolution of Institutional Economics: Agency, Structure and Darwinism in American Institutionalism*, Routledge, London.

Hollingsworth, J., P. Schmitter et W. Streeck (1994), “Capitalism, Sectors, Institutions, and Performance.” in J. Hollingsworth, P. Schmitter, et W. Streeck (eds.), *Governing Capitalist Economies: Performance and Control of Economic Sectors*, Oxford University Press, New York and Oxford, pp.3-16.

Holstein, W. J. (2008), “Corporate Governance in China and India”, BusinessWeek, March.  
Hong Kong Society of Accountants (1997), “Second Report of the Working Group on Corporate Governance”.

Höpner, M. (2001), “Corporate Governance in Transition: Ten Empirical Findings on Shareholder Value and Industrial Relations in Germany”, MPIfG Discussion Paper 2001-5, Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne.

Horn, L. (2004), “The Transformation of Corporate Governance Regulation in Europe – Toward a Marketisation of Corporate Control?”, Working Papers Political Science, No. 204/06, Studies in The Transnational Political Economy of Corporate Governance 4.

IIF (Institute of International Finance) (2008), “Capital Flows to Emerging Markets Economies”.

IMF (2006a), “Asian Equity Markets: Growth, Opportunities, and Challenges”, IMF Working Paper, Asia and Pacific Department and Monetary and Capital Markets Department.

IMF (2006b), “Corporate Governance Quality: Trends and Real Effects”, IMF Working Paper

IMF (2007a), “Regional Economic Outlook: Asia and Pacific”, April, Washington, DC.

IMF (2007b), “World Economic Outlook”, October, Washington, DC.

IMF (2007c), “Regional Economic Outlook: Asia and Pacific”, October, Washington, DC.

Iu, J. et J. Batten (2001), “The Implementation of OECD Corporate Governance Principles in Post-Crisis Asia”, *Journal of Corporate Citizenship* 4, pp.47-62.

Jackson, G. (2000), “La compétitivité et l'égalitarisme allemands et japonais à l'épreuve”, *Critique internationale* 8, No.8.

Jackson, G. (2007), “Employment Adjustment and Distributional Conflict in Japanese Firms”, in M. Aoki, G. Jackson et H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, University Press, Oxford, pp.282-309.

Jackson, G. et H. Miyajima (2004), "Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity", RIETI Symposium, *Corporate Governance in Japan: Covergning to any Particular New Model?*, Tokyo, October.

Jackson, K. D. (1999), "Introduction: The roots of the crisis", in K. D. Jackson (ed.), *Asian Contagion: The Causes and Consequences of a Financial Crisis*, Westview Press, Colorado, pp.1-28.

Jacoby, S.M. (2002), "Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence, *Comparative Labor Law & Policy Journal* 22, No.1, pp.5-28.

Jacoby, S.M. (2005), *The Embedded Corporation: Corporate Governance and Employment Relations in Japan and the United States*, Princeton University Press, Princeton.

Jensen, M. (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance* 48, No.3, pp.831-880.

Jensen, M. et W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure" *Journal of Financial Economics* 3, No.4, pp.305-360.

Jones, T. M. (1995), "Instrumental Stakeholder theory: A Synthesis of Ethics and Economics", *Academy of Management Review* 20, No.2, pp.404-437.

Kantor, S. E. (1998), *Politics and Property Rights: The closing of the open range in the postbellum south*, University of Chicago press, Chicago.

Kaufman, B. E. (2007), "The institutional economics of John R. Commons: complement and substitute for neoclassical economic theory", *Socio-Economic Review* 5, No.1, pp.3-45.

Khan, H. A. (2001), "Corporate Governance: The Limits of the Principal-Agent Approach in Light of the Family-Based Corporate Governance System in Asia", CIRJE-F-230 Discussion Paper, Center for International Research on the Japanese Economy (CIRJE).

Khan, H. A. (2003), "Corporate Governance in Singapore and Hong Kong: What Can the Other Asian Economies Learn", CIRJE-F-228 Discussion Paper, Center for International Research on the Japanese Economy (CIRJE).

Khanna, T., J. Kogan et K. Palepu (2006), "Globalization and similarities in corporate governance: A cross-country analysis", *Review of Economics and Statistics* 88, No.1, pp.69-90.

Khor, M. (2008), "Financial Policy and the Management of Capital Flows: The Case of Malaysia", Paper presented to the TWN-CAP workshop on *The global financial turmoil, capital flows and policy responses*, Penang, August 26-28.

Kim, W. B. (1998), "Family, social Relations and Asian Capitalism", *Journal of International and Area Studies* 5, No.1, pp.65-79.

Klapper, L. et I. Love (2004), "Corporate governance, investor protection and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance* 10, No.5, pp.703-728.

Kpodar, K. (2007), “Manuel d’initiation à Stata (Version8) ”, Centre d’Etudes et de Recherches sur le Développement International, Clermont-Ferrand, France.

Krishnamurti, C., A. Sevic et Z. Sevic (2003), “Legal environment, firm-level corporate governance, and expropriation of minority shareholders in Asia”, EFMA (European Financial Management Association) 2003 Helsinki Meetings.

Labrousse, A. (2002), “L’économie est-allemande entre transfert institutionnel, dépendance du chemin et hybridation”, *Revue d’Etudes Comparatives Est Ouest* 33, No.2, June, pp.137-168.

Lachachi, W.T. et A. Kerzabi (2009), “L’entreprise familiale en Algérie : de l’indépendance au conservatisme”, 11<sup>ème</sup> Journées Scientifiques du réseau Entrepreneuriat, Trois-Rivières, Canada.

Lane, C. (2005), “Institutional transformation and system change: Changes in corporate governance of German corporations, in G. Morgan, R. Whitley et E. Moen (eds.), *Changing Capitalism? Internationalization, Institutional Change and Systems of Economic Organization*, Oxford University Press, Oxford, pp.79–109.

Lannoo, K. (1999), “A European Perspective on Corporate Governance”, *Journal of Common Market Studies* 37, No.2, pp.269-294.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (1999), “Corporate Ownership around the World”, *Journal of Finance* 54, No.2, pp.471-517.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes et A. Shleifer (2000), “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics* 58, No.1-2, pp.3-27.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. W. Vishny (1997), “Legal determinants of external finance”, *Journal of Finance* 52, No.3, pp.1131-1150.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. W. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy* 106, No.6, pp.1113-1155.

Leahy, J. (2008), “Corporate Governance: Sustained Growth Needs Better Company Practices”, *Financial Times*, January 25.

Lee, J. Y. (2009), “ Le maintien de la diversité du capitalisme en Asie ” in C. Dupuy et S. Lavigne (dir.), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation Française, pp.67-78.

Lee, T. J. (2005), *Structure de propriété, stratégies de diversification et gouvernance des entreprises coréennes*, thèse de doctorat en Sciences économiques, Université Toulouse 1.

Lehmann, J. P. (1997), “Comparative Perspective of Corporate Governance: Europe and East Asia”, *Global Economic Review* 26, No.3, pp.3-36.

- Levine, R. et S. Zervos (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth," *American Economic Review* 88, No.3, pp.536–558.
- Libecap, G. D. (1989), *Contracting for Property Rights*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Lichtenberg, F. R. et G. Pushner (1994), "Ownership Structure and Performance in Japan", *Japan and the World Economy* 6, No.3, pp.239-261.
- Liew, P.K. (2008), "The (Perceived) roles of corporate governance reforms in Malaysia: The views of corporate practitioners", Working Paper, No. 08/10, Essex Business School, University of Essex.
- Lina, S. (2007), "Banks Rush to Form SWF Teams", *Financial Times*, September 2.
- Lordon, F. (2000), *Fonds de pension piège à cons ?*, Le Seuil, Paris.
- Lung, Y. (2008), "Modèles de firme et formes de capitalisme : Penser la diversité comme agenda de recherche pour la TR", *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, No.2.
- Lynn, S. G. (2005), "Corporate Governance in the Philippines: Legal and Institutional Aspects and Impact on the 1997 Financial Crisis", in F. A. Gul et J. S. L. Tsui (eds.), *The Governance of East Asian Corporations : Post Asian financial Crisis*, Palgrave Macmillan, New York.
- Maguire, S., H. Cynthia et T.B. Lawrence (2004), "Institutional entrepreneurship in emerging fields: HIV/AIDS treatment advocacy in Canada", *Academy of Management Journal* 47, No.5, pp. 657-679.
- Maher, M. et T. Anderson (2000), "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth", in L. Renneboog *et al.*(eds.), *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford University Press, Oxford.
- Maier, S. (2005), "How global is good corporate governance?", Ethical Investment Research Services.
- Markowitz, H. (1952), "Portfolio Selection", *Journal of Finance* 7, No.1, pp.77-91.
- Markowitz, H. (1959), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investment*, Yale University Press, London.
- McCauley, R. (2008), "Managing Recent Hot Money Flows in Asia" ADBI Discussion Paper 99, Tokyo.
- McConaughy, D. L. (2000), "Family CEOs versus nonfamily CEOs in the family-controlled firm: An examination of the level and sensitivity of pay to performance", *Family Business Review* 13, No.2, pp.121–131.
- McDonnell, B. H. (2002), "Convergence in Corporate Governance: Possible, But Not Desirable", *Villanova Law Review* 47, No.2, pp.341-386.

Milgrom, P., D. North et B. Weingast (1990), "The role of institutions in the revival of trade: the Law Merchant, private judges, and the Champagne Fairs", *Economics and Politics* 2, No.1, pp.1-23.

Missions économiques (2006), "Les Grands Groupes en Asie", revue régionale, Mission économique de Singapour.

Mitton, T. (2002), "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance of the East Asian Financial Crisis", *Journal of Financial Economics* 64, No.2, pp.215-241.

Miyajima, H. et F. Kuroki (2007), "The Unwinding of Cross-Shareholding in Japan: Causes, Effects, and Implications", in M. Aoki, G. Jackson et H. Miyajima (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, University Press, Oxford, pp.79-124.

Montagne, S. (2001), "De la 'pension governance' à la 'corporate governance' : La transmission d'un mode de gouvernement", *Revue d'Economie Financière*, No.63, pp.53-65.

Montagne, S. (2006), *Les fonds de pension entre protection sociale et spéculation financière*, Odile Jacob, Paris.

Morck, R., A. Shleifer et R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics* 20, No.1-2, pp.293-315.

Morck, R., D. Wolfenzon et B. Yeung (2005), "Corporate governance, economic entrenchment and growth", *Journal of Economic Literature* 43, No.3, pp.655-720.

Morgan, G., R. Whitley et E. Moen (2005), *Changing Capitalism? Internationalization, Institutional Change, and Systems of Economic Organization*, Oxford University Press, Oxford.

Morin, F. (2006), *Le nouveau mur de l'argent : essai sur la finance globalisée*, Seuil, Paris.

Morin, F. et E. Rigamonti (2002), "Evolution et structure de l'actionnariat en France", *Revue française de gestion*, No.141, pp.155-181.

Myerson, A. (1993), "Wall Street, the New Activism at Fidelity", *New York Times*, August 8.

Nam, S. W. (2001), "Business Groups Looted by Controlling Families and the Asian Crisis." Research Paper, No.27, Asian Development Bank Institute, Tokyo.

Naughton, B. (1995), *Growing Out of the Plan*, Cambridge University Press, Cambridge.

Nelson, R. R. (1995), "Recent evolutionary theorizing about economic change", *Journal of Economic Literature* 33, No.1, pp.48-90.

Nelson R. R. et S. G. Winter (1982), *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press, Cambridge Mass.

- Nikomborirak, D. (2005), "Problems of Corporate Governance Reform in Thailand", in F. A. Gul et J. S. L. Tsui (eds.), *The Governance of East Asian Corporations: Post Asian financial Crisis*, Palgrave Macmillan, New York.
- Nitta, K. (2008), "Corporate Ownership Structure in Japan: Recent Trends and Their Impact", NLI Research Institute, Financial Research Group, Japan.
- North, D. (1981), *Structure and Change in Economic History*, W.W. Norton & Company, New York.
- North, D. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press, Cambridge.
- North, D. (1993), "Five Propositions about Institutional Change", Working Paper, Washington University, Center for Politics and Economics.
- North, D. (1994), "Economic Performance Through Time", *The American economic review* 84, No.3, pp.359-368.
- North, D. (2005), *Understanding The Process of Economic Change*, Princeton University Press, Princeton.
- OECD (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publications, Paris.
- OECD (2002), *La Chine dans l'économie mondiale : les enjeux de politique économique intérieure*, OECD Publications, Paris.
- OECD (2003), *White Paper on Corporate Governance in Asia*, OECD Publications, Paris.
- OECD (2005), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises*, OECD Publishing, Paris.
- OECD (2008), *Recent Trends in Institutional Investors Statistics*, OECD Journal, Financial Market Trends, No.95.
- Olson, M. (1971), *The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- Orrù, M., N. W. Biggart et G. G. Hamilton (1997), *The Economic Organization of East Asian Capitalism*, Sage, Thousand Oaks, CA.
- Ostrom, E. (2005), *Understanding Institutional Diversity*, Princeton University Press, Princeton.
- O'Sullivan, M. A. (2000), *Contests for Corporate Control. Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*, Oxford University Press, Oxford.
- Pagano, M. et P. Volpin (2000), "The Political Economy of Corporate Governance", Center for Studies in Economics and Finance Working Paper, No.29.

- Pérez, R. (2003), *La gouvernance de l'entreprise*, La Découverte, Paris.
- Perrow, C. (2002), *Organizing America: Wealth, Power, and the Origins of Corporate Capitalism*, Princeton University Press, Princeton.
- Picard, F. et N. Rodet-Kroichvili (2002), "La dynamique du système d'innovation dans l'industrie automobile de la région Alsace Franche-Comité : les apports d'une lecture croisée de l'évolutionnisme et de l'institutionnalisme", Centre Walras, Lyon.
- Pieterse, J. N. (1994), "Globalization as Hybridization", *International Sociology* 9, No.2, pp.161-184.
- Plihon, D. (2003), *Le nouveau capitalisme*, La Decouverte, Paris.
- Porter, M. E. (1990), *The Competitive Advantage of Nations*, Free Press, New York.
- Qian, Y. (2002), "How Reform Worked in China?", Mimeo, UC Berkeley.
- Qian, Y. et C. Xu (1993) "Why China's Economic Reforms Differ: The M-Form Hierarchy and Entry/Expansion of the Non-State Sector", *Economics of Transition* 1, No.2, pp.135-170.
- Queisser, M. (1999), "La Réforme des Fonds de Pension : Leçons d'Amérique Latine", cahier de politique économique, No.15, Centre de Développement de l'OCDE, Paris, France.
- Rajan, R. G. et L. Zingales (1998a), "Financial Dependence and Growth." *American Economic Review* 88, No.3, pp.559-86.
- Rajan, R. G. et L. Zingales (1998b), "Power in a Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics* 113, No.2, pp.387-432.
- Rodrik, D. (1999), *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*, Overseas Development Council, London.
- Rodrik, D. (2000) "Institutions for High-Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them" *Studies in Comparative International Development*.
- Roe, M. J. (1993), "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States," *Yale Law Journal* 102, No.8, pp.1927-2003.
- Roe, M. J. (1994), *Strong managers, weak owners: the political roots of American corporate finance*, Princeton University Press, Princeton.
- Roe, M. J. (2000), "Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control", *Stanford Law Review* 53, pp.539-606.
- Roe, M. J. (2003), *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*, Oxford University Press, Oxford/New York.

Roland, G. (2000), *Transition and Economics: Politics, Firms, Markets*, MIT Press, Cambridge.

Romano, R. (1993), *The Genius of American Corporate Law*, American Enterprise Institute Press, Washington, DC.

Rubach, M. J. et T. C. Sebor (1998), “Comparative corporate governance: Competitive implications of an emerging convergence”, *Journal of World Business* 33, No.2, pp.167-184.

Safarian, A. E. et W. Dobson (1996), *East Asian Capitalism: Diversity And Dynamism*, University of Toronto, Toronto.

Sako, M. (2007), “Organizational diversity and Institutional Change: Evidence from financial and Labor Markets in Japan”, in M. Aoki, G. Jackson et H. Miyajima, (eds.), *Corporate Governance in Japan: Institutional Change and Organizational Diversity*, University Press, Oxford, pp.399-426.

Samphantharak, K. (2007), “Capitalism in southeast Asia through the Lenses of Corporate Finance: What We Know and What We Don’t”, East Asia Institute conference on *Varieties of Capitalism in Asia: the State, Corporate Governance, and Social Policy*.

Sawicki, J. (2009), “Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia Pre- and Post-Crisis”, *The European Journal of Finance* 15, No.2, pp.211-230.

Schmidt, V. A. (2001), “Discourse and the Legitimation of Economic and Social Policy Change in Europe”, in S. Weber (ed.), *Globalization and the European Political Economy*, Columbia University Press, New York, pp.229-272.

Schmidt, V. A. (2002), *The Futures of European Capitalism*, Oxford University Press, New York.

Schneiberg, M. (2007), “What’s on the Path? Path Dependence, Organizational Diversity and the Problem of Institutional Change in the U.S. Economy, 1900-1950”, *Socio-Economic Review* 5, No.1, pp.47-80.

Schotter, A. (1981), *The economic theory of social institutions*, Cambridge University Press, Cambridge.

Shleifer, A. et R. W. Vishny (1986), “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy* 94, No.3, pp.461–488.

Shleifer, A. et R. W. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance* 52, No.2, pp.737-783.

Siriopoulos, C. et D. Asteriou (2001), “Emerging Financial Systems in Central and Eastern European Countries”, *East-West Journal of Economics and Business* 4, No.2, pp.85-97.

Soskice, D. (1998), “Divergent Production Regimes: Coordinated and Uncoordinated Market Economies in the 1980s and 1990s”, in H. Kitschelt, P. Lange, G. Marks et J. D. Stephens

(eds.), *Continuity and Change in Contemporary Capitalism*, Cambridge University Press, New York, pp.101-134.

Stapledon, G. P. (1996), *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford University Press, USA.

Steinherr, A. et C. H. Huveneers (1994), "On the Performance of Differently Regulated Financial Institutions: Some Empirical Evidence", *Journal of Banking and Finance* 18, No.2, pp.271-306.

Storper, M. et R. Salais (1997), *Worlds of Production: The Action Frameworks of the Economy*, Harvard University Press, Cambridge, MA.

Streeck, W. (1991), "On the Institutional Conditions of Diversified Quality Production.", in E. Matzner et W. Streeck (eds.), *Beyond Keynesianism: The Socio-Economics of Production and Full Employment*, Edward Elgar Publishing, Hants, England, pp.21-61.

Streeck, W. (1992), *Social Institutions and Economic Performance: Studies of Industrial Relations in Advanced Capitalist Economies*, Sage, Newbury Park, CA.

Streeck, W. (1995), "German Capitalism: Does it Exist? Can it Survive?", Discussion Paper 95/5, Max-Planck Institut für Gesellschaftsforschung, Cologne.

Streeck, W. et K. Thelen (2005), "Introduction: Institutional Change in advanced Political Economies", in W. Streeck et K. Thelen (eds.), *Beyond Continuity: Explorations in the Dynamics of Advanced Political Economies*, Oxford University Press, New York, pp.1-39.

Streeck, W. et K. Yamamura (2001), *The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan in Comparison*, Cornell University Press, Ithaca, New York.

Streeck, W. et K. Yamamura (2003), "Introduction: Convergence of Diversity? Stability and Change in German and Japanese Capitalism", in W. Streeck et K. Yamamura (eds.), *The End of Diversity? Prospects for German and Japanese Capitalism*, Cornell University Press, Ithaca, New York, pp.1-50.

Su, Y. H., H. Yeh et C. Ko (1998), "Auditor Choice in the Asian emerging market for the conglomerates and family-controlled companies", Asian-Pacific conference on International Accounting Issues, California State University-Fresno, Maui, Hawaii.

Suehiro, A. (1993), "Family Business Reassessed: Corporate Structure and Late-Starting Industrialization in Thailand", *The Developing Economics* 31, No.4, pp. 378-407.

Summers, L. (2007), "Sovereign wealth funds shake the logic of capitalism", *Financial Times*, July 30.

Tagiuri, R. et J. A. Davis (1996), "Bivalent attributes of the family firm", *Family Business Review* 9, No.2, pp.199-208.

- Thelen, K. (2003), "How Institutions Evolve : Insights from Comparative Historical Analysis", in J. Mahoney et D. Rueschenmeyer (eds.), *Comparative Historical Analysis in the Social Sciences*, Cambridge University Press, New York, pp.208-240.
- Théret, B. (2000), "Institutions et institutionnalismes : vers une convergence des conceptions de l'institution ? " in M. Tallard, B. Theret et D. Uri (dir.), *Innovations institutionnelles et territoires*, Paris, Harmattan, pp.25-68.
- Tirole, J. (2001), "Corporate Governance", *Econometrica* 69, No.1, pp.1-35.
- Truman, E. M. (2008), "A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices", Peterson Institute for International Economics Policy Brief, No. PB08-3.
- Turner, P. (2007), "Are Banking Systems in East Asia Stronger?", *Asian Economic Policy Review* 2, No.1, pp.75-95.
- Useem, M. (1996), *Investor Capitalism: How Money Managers are Changing the Face of Corporate America*, Basic Books, New York.
- Ward, J. L. (1997), "Growing the family business: Special challenges and best practices", *Family Business Review* 10, No.4, pp.323-337.
- Weir, M. (2006), "When Does Politics Create Policy? The Organizational Politics of Change", in I. Shapiro, S. Skowronek et D. Galvin (eds.), *Rethinking Political Institutions*, New York University Press, New York, pp.171-86.
- Weisman, S. R. (2007), "Concern about 'Sovereign Wealth Funds' Spreads to Washington", *International Herald Tribune*, August 20.
- Weiss, L. (1988), *Creating Capitalism: The State and Small Business since 1945*, Basil Blackwell, New York.
- Westney, D. E. (1987), *Imitation and Innovation: The Transfer of Western Organizational Patterns to Meiji Japan*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Whitley, R. (1992), *Business Systems in East Asia: Firms, Markets, and Societies*, Sage, London.
- Whitley, R. (1999), "Firms, Institutions and Management Control: The Comparative Analysis of Coordination and Control Systems." *Accounting, Organizations, and Society* 24, No.5-6, pp.507-524.
- Williamson, O. E. (1975), *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, New York.
- Williamson, O. E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York.
- Williamson, O. E. (2000), "The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead", *Journal of Economic Literature* 38, No.3, pp.595-613.

- Wiwattanakantang, Y. (2001), "The Equity Ownership Structure of Thai Firms", Working Paper series, No.8, center for Economic Institutions.
- Wójcik, D. (2003), "Change in the German model of corporate governance: evidence from blockholdings 1997 - 2001", *Environment and Planning A* 35, No.8, pp.1431-1458.
- Wong, S. (2004), "Improving Corporate Governance in SOEs: An Integrated Approach", *Corporate Governance International* 7, No.2.
- World Bank (1993), *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, Oxford University Press, New York.
- World Bank (1998a), *East Asia: The Road to Recovery*, Washington DC, USA.
- World Bank (1998b), "Corporate Finance Lessons from the East Asian Crisis", *Public Policy for the Private Sector* 155, Washington DC, USA.
- World Bank (2006), *East Asian Finance: The Road to Robust Markets*, World Bank Publications, Washington DC, USA.
- World Bank (2007), *World Development Indicators*, Green Press Initiative, Washington DC, USA.
- World Bank (2008a), *Financial Structure Dataset*, Washington DC, USA.
- World Bank (2008b), "Governance Matters VI: Aggregate and Individual Governance Indicators 1996-2007", Policy Research Working Paper, No.4654, Washington DC, USA.
- Yu, Y. D. (2008), "Managing Capital Flows: The Case of the People's Republic of China" ADBI Discussion Paper No.96, Tokyo.
- Zafft, R. (2002) "When Corporate Governance is a Family Affair", *OECD Observer* (234), October, pp.18-19.
- Zeitlin, J. (2003), "Introduction", in J. Zeitlin et D. Trubek (eds.), *Governing Work and Welfare in a New Economy: European and American Experiments*, Oxford University Press, New York.
- Zeitlin, J. et G. Herrigel (2000), *Americanization and its Limits: Reworking US Technology and Management in Post-War Europe and Japan*, Oxford University Press, Oxford.
- Ziegler, J. N. (1995), "Institutions, Elites, and Technological Change in France and Germany", *World Politics* 47, No.3, pp.341-372.
- Ziegler, J. N. (1997), *Governing Ideas: Strategies for Innovation in France and Germany*, Cornell University Press, Ithaca, New York.
- Ziegler, J. N. et J. C. Leslie (2006), "Policy Experimentation and the Search for institutional Change: The Politics of Red-Green Reform in Germany", Working Paper Series, Institute of European Studies (<http://repositories.cdlib.org/ies/060601/>), University of California, Berkeley.

Zingales, L. (1997), "Corporate governance", Working Paper 6309, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

### **B. Sites Internet**

<http://www.cgcg.or.kr/?lang=en&mm=sub1&sm=1>

<http://www.clsau.com>

<http://www.nli-research.co.jp/english/index.html>

<http://dss.princeton.edu/training/>

<http://www.temasekholdings.com.sg/index.htm>

<http://www.tse.or.jp/english/market/data/shareownership/index.html>

<http://www.wikipedia.org>

<http://data.worldbank.org/indicator>

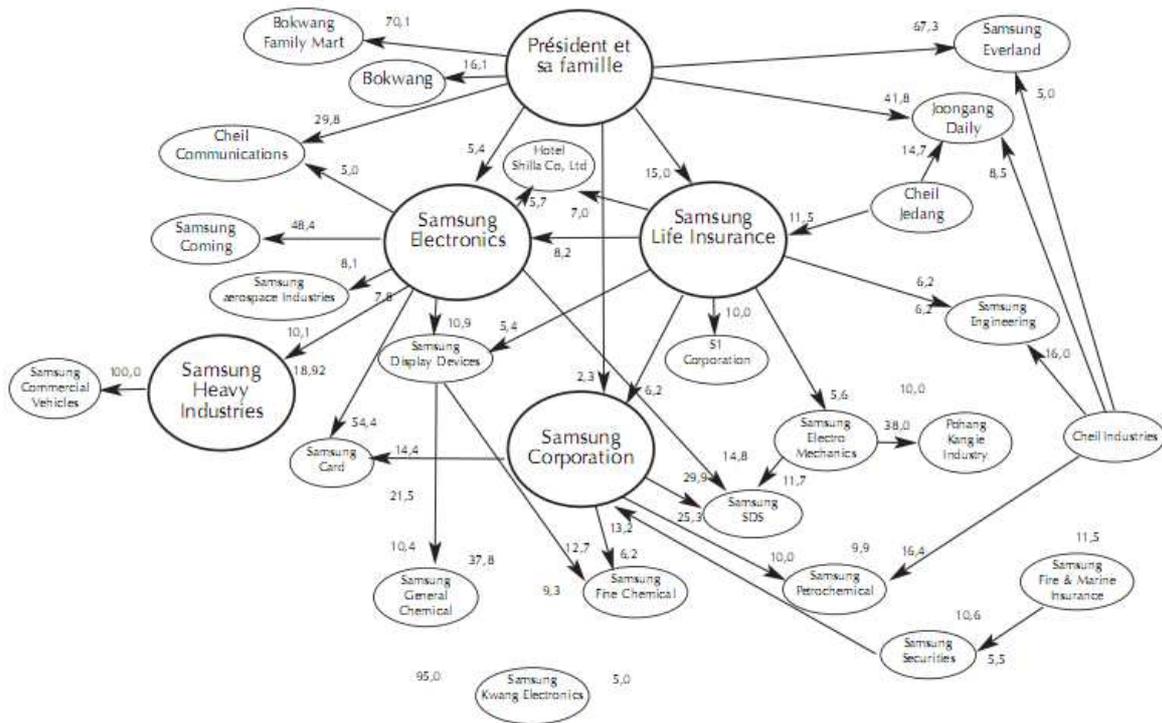
## **Annexes**

## Liste des Annexes

<b>Annexes Chapitre 1 .....</b>	<b>263</b>
<b>Annexes Chapitre 2 .....</b>	<b>269</b>
<b>Annexes Chapitre 4 .....</b>	<b>280</b>

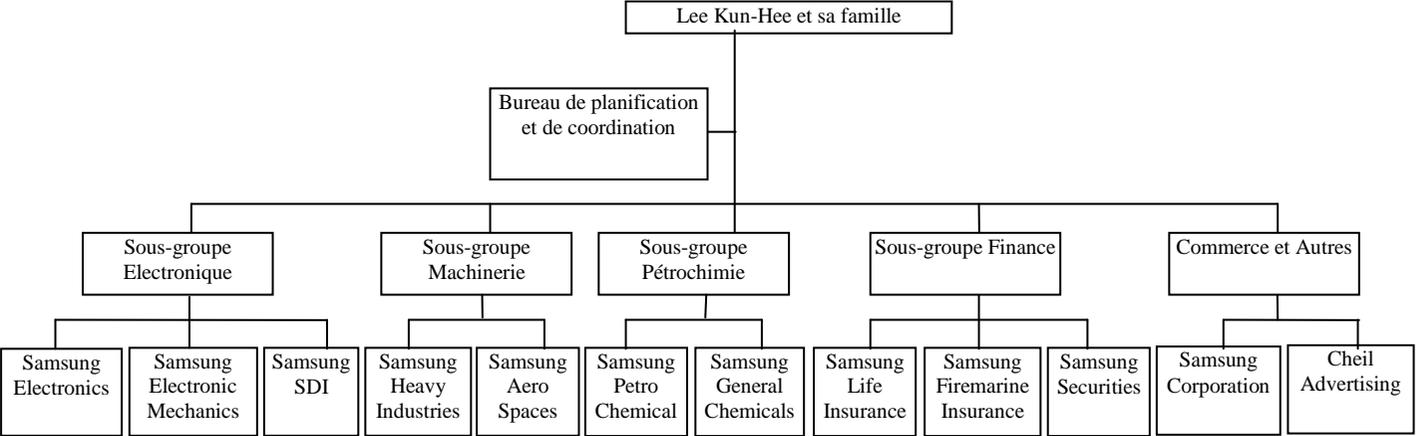
## Annexes Chapitre 1

**Figure 0.1.1 : Participations croisées au sein du groupe Samsung**



Source : Service des investisseurs en Corée

**Figure 0.1.2 : L'organisation du groupe Samsung (certaines firmes de principaux secteurs du groupe Samsung)**

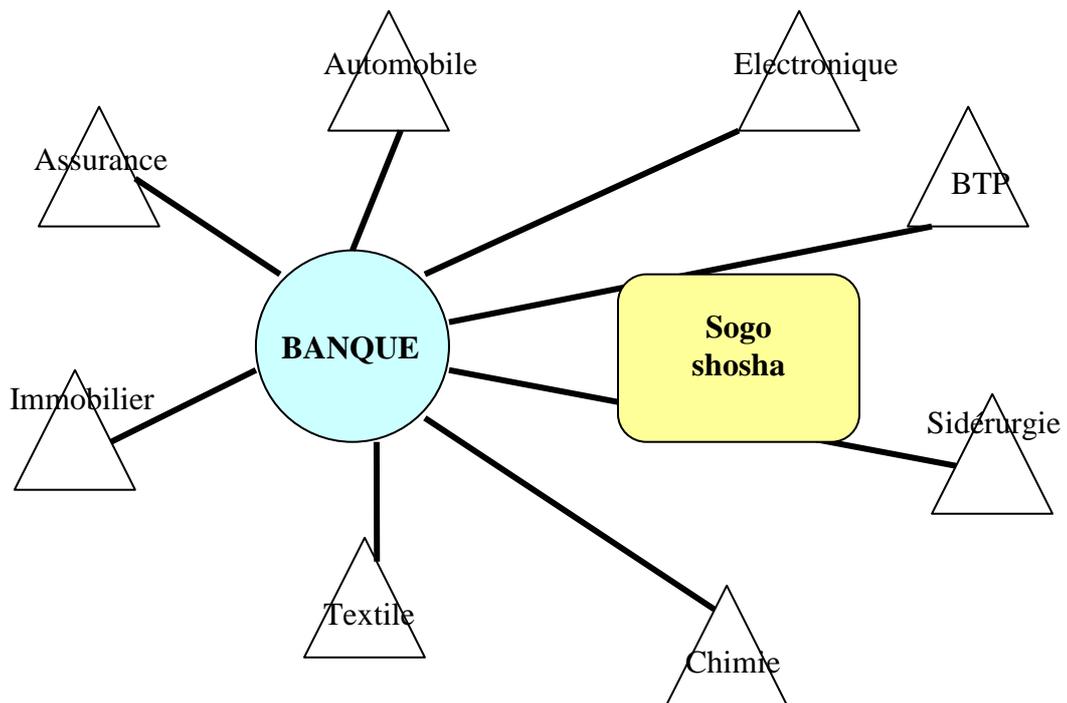


Source : Lee (2005)

**Figure 0.1.3 : Structure des *keiretsus***

Les 6 grands *keiretsus*

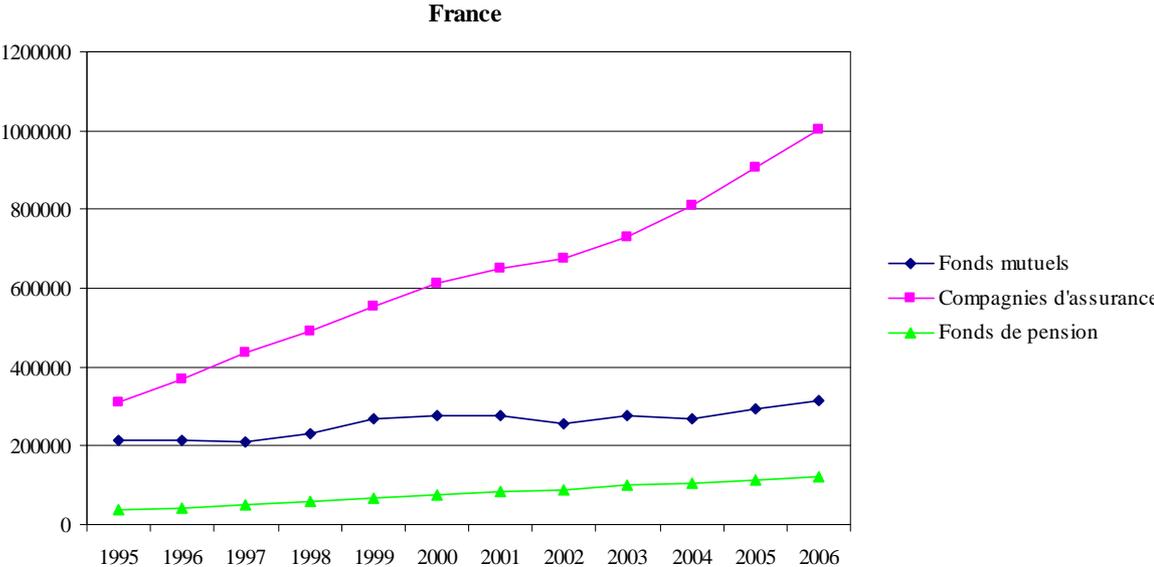
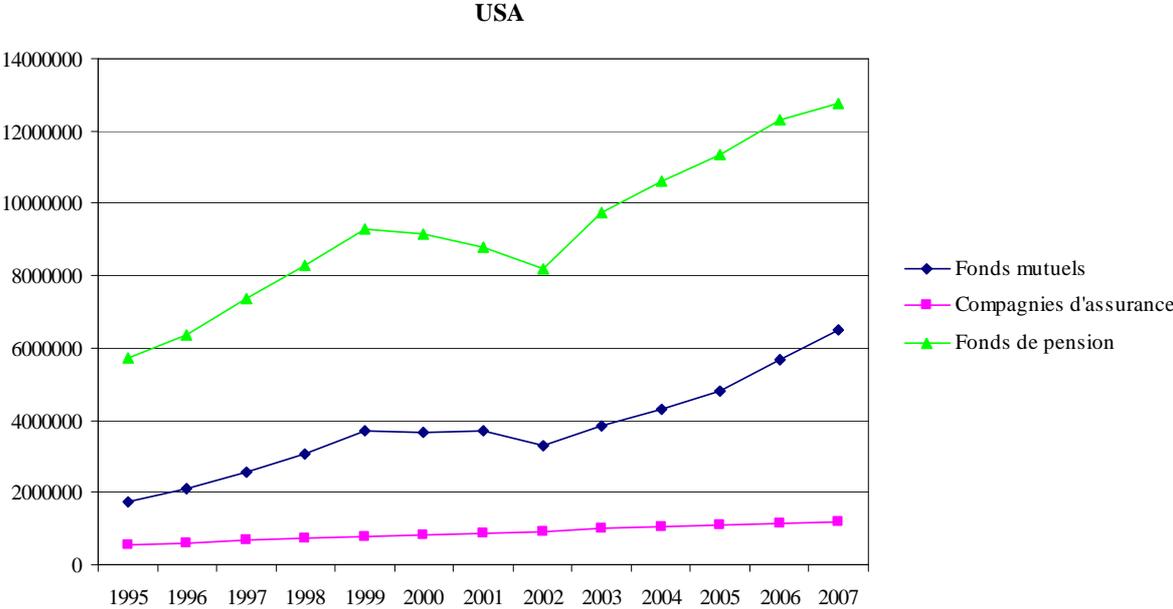
Mitsubishi	Sumitomo	Mitsui	Fuyo	Sanwa	DKB
------------	----------	--------	------	-------	-----



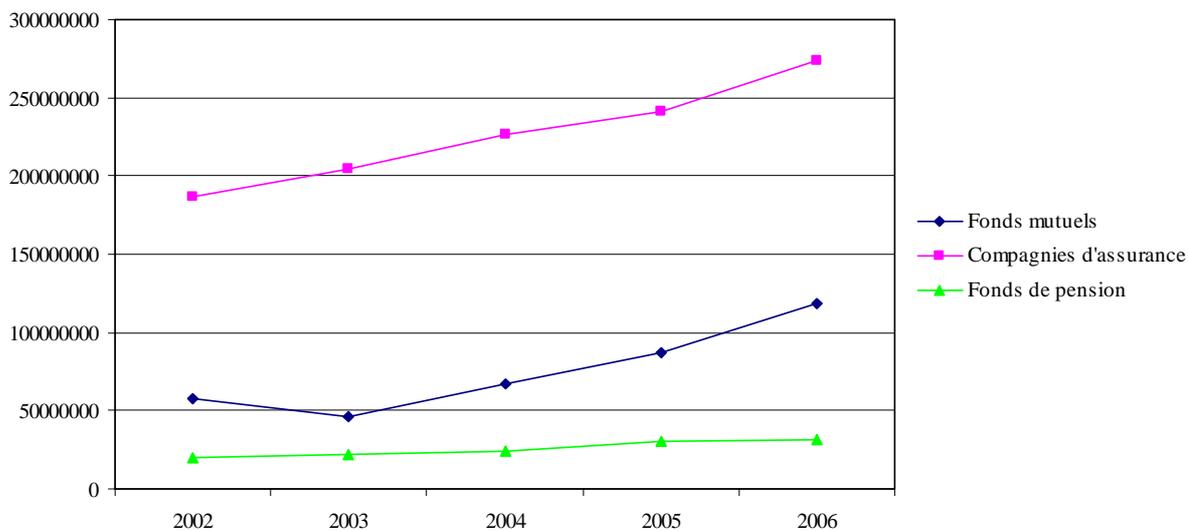
Source : [www.cours-seko.com](http://www.cours-seko.com)

**Graphique 0.1.1 : Les actifs des ménages consacrés aux investisseurs institutionnels**

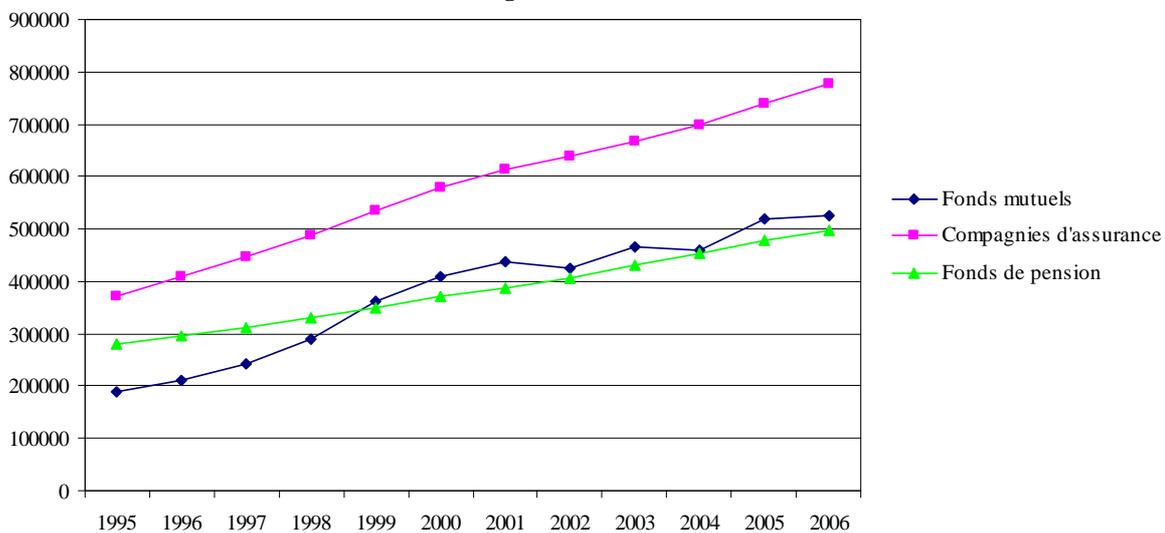
(Monnaie nationale, prix courants, millions)

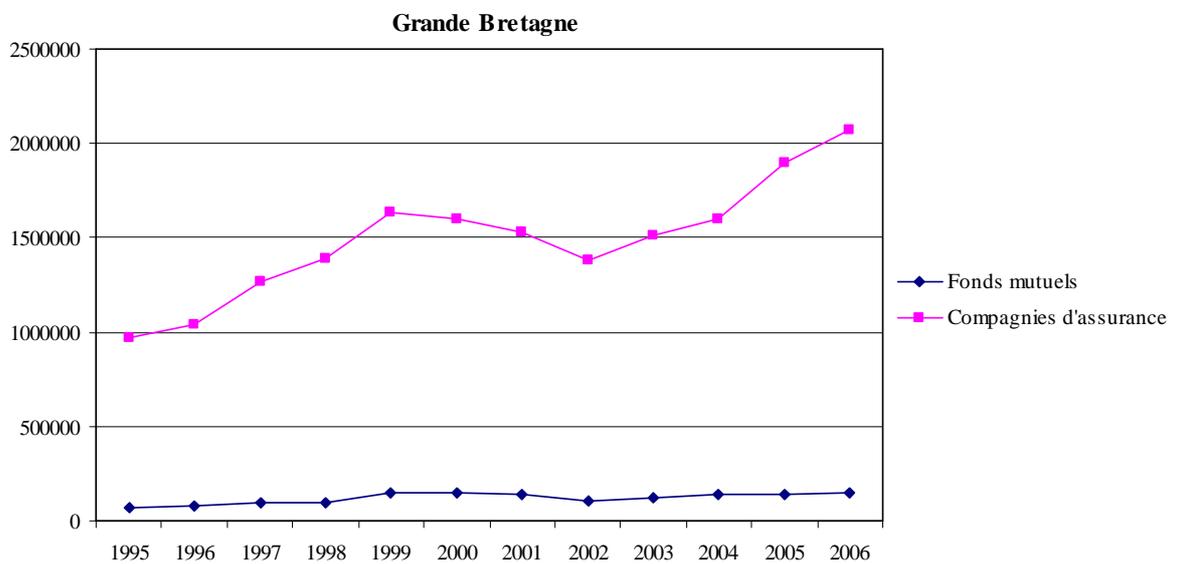
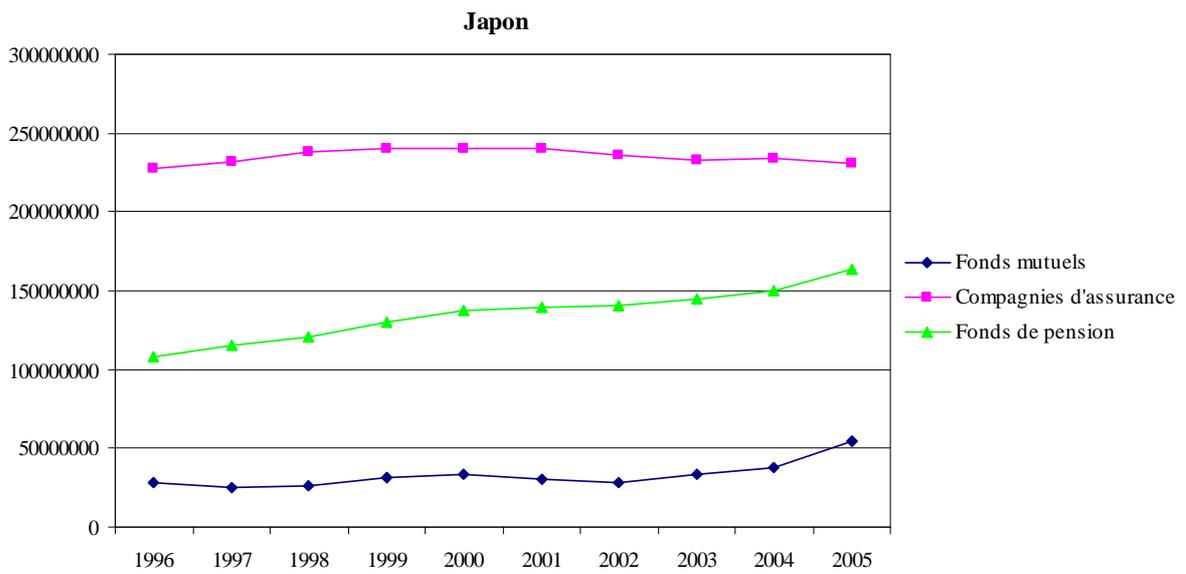


### Corée



### Allemagne





Source : OCDE (2007), Statistiques annuelles de l'OCDE sur les actifs des ménages.

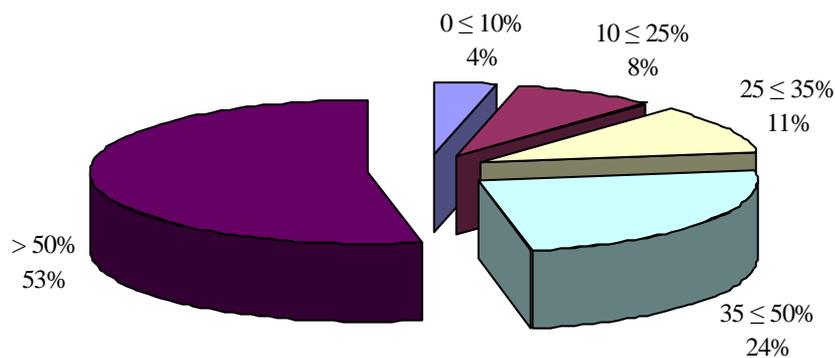
## Annexes Chapitre 2

**Tableau 0.2.1 : Différences entre les droits de cash-flow et les droits de vote pour les actionnaires de contrôle**

Pays	Droits aux <i>cash-flows</i>	Droits de vote	Ratio droits aux <i>cash-flows</i> /droits de vote
Hong Kong	24,30	28,08	0,882
Indonésie	25,61	33,68	0,784
Japon	6,90	10,33	0,602
Corée	13,96	17,78	0,858
Malaisie	23,89	28,32	0,853
Philippines	21,34	24,36	0,908
Singapour	20,19	27,52	0,794
Taiwan	15,98	18,96	0,832
Thaïlande	32,84	35,25	0,941

Source : Claessens *et al.* (1999a)

**Graphique 0.2.1 : Contrôle des sociétés cotées par un seul actionnaire ou des familles à Hong Kong**



Source: *Hong Kong Society of Accountants* (1997)

**Tableau 0.2.2 : Actionnaires de contrôle en Thaïlande**

Type de actionnaires	Nombre de firmes	Pourcentage
Familles ou individuels	197	72,96
Gouvernement	9	3,33
Investisseurs étrangers	46	17,04
Plus d'un groupe d'actionnaires	12	4,81
Sociétés	5	2,85
<b>Total</b>	<b>270</b>	<b>100,00</b>

Source: Wiwattanakantang (2001)

**Tableau 0.2.3 : Entreprises liées au gouvernement de Singapour (1996)**

<b>INDUSTRIAL AND COMMERCIAL</b>	
<b>Trading</b>	<b>Shipping &amp; Marine</b>
1. Inlraco Limited (Temasek 45.71%, MND 13.6%)	1. Far East Levingston Shipbuilding Limited (Temasek 56.99%)
<b>Manufacturing</b>	2. Jurong Shipyard Limited (Sembawang Corporation 20.00%)
1. Hwa Tat Lee Holdings Limited (Temasek 5.19%, MND 5.19%)	3. Keppel Corporation Limited (Temasek 31.18%)
2. Singapore Petroleum Company Limited (Temasek 8.22%, MND 25.79%)	4. Neptune Orient Lines Limited (Temasek 33.35%)
<b>Investment Holding/Trading</b>	5. Sembawang Corporation Limited (Temasek 38.16%)
1. Transpac Industrial Holdings Limited (Temasek 8.22%, MND 6.72%)	6. Sembawang Maritime Limited (Sembawang Corporation 35.63%)
<b>Engineering</b>	7. ST Shipbuilding & Engineering Limited (Singapore Technologies 54.98%, Temasek 60.52%)
1. Jurong Engineering Limited (Temasek 22.82%)	8. Singmarine Industries Limited (Temasek 66.08%)
2. Keppel Integrated Engineering Limited (Temasek 62.90%)	

<p><b>Information Technology</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Singapore Technologies Industrial Corporation Limited (Singapore Technologies Pte Limited 70.61%)</li> <li>2. Singapore Telecom Limited (Temasek 88.66%)</li> <li>3. ST Computer Systems &amp; Services Limited (Singapore Tech Industrial Corp 60.75%)</li> <li>4. Steamers Maritime Holdings Limited (Temasek 54.13%)</li> </ol> <p><b>Construction &amp; Building Materials Supplies</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nat steel Limited (Temasek 15.30%, MND 14.50%)</li> <li>2. Resources Development Corporation Limited (Temasek 51.34%, Sembawang Corporation Limited 50.90%)</li> </ol>	<p><b>Transportation</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Comfort Group Limited (Singapore Labour Foundation 37.89%)</li> <li>2. Singapore Airlines Limited (Temasek 54.33%)</li> </ol> <p><b>Services</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. CWT Distribution Limited (Temasek 35.28%, MND 20.26%)</li> <li>2. Vicom Limited (Singapore Labour Foundation 75.00%)</li> </ol> <p><b>Printing &amp; Publishing</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Singapore Press Holdings Limited (Temasek 5.45%)</li> <li>2. SNP Corporation Limited (Temasek 49.00%)</li> <li>3. Times Publishing Limited (Temasek 5.98%)</li> </ol>
---	---

**FINANCE**

<p><b>Banking</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Development Bank of Singapore Limited (MND 22.01%, Temasek 19.95%)</li> <li>2. Keppel Bank of Singapore Limited (Temasek 74.28%)</li> <li>3. Overseas Union Bank Limited (Temasek 1.32%)</li> <li>4. Tat Lee Bank Limited (Temasek 18.75%, MND 13.90%)</li> </ol>	<p><b>Insurance</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Insurance Corporation of Singapore Limited (Temasek 49.60%, MND 49.60%)</li> </ol> <p><b>Other Financial Services</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Keppel Finance Limited (Temasek 69.76%)</li> </ol>
---	--

**PROPERTIES**

<ol style="list-style-type: none"> <li>1. DBS Land Limited (Temasek 31.77%, MND 31.24%)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>2. Straits Steamship Land Limited (Temasek 55.80%)</li> </ol>
--	--

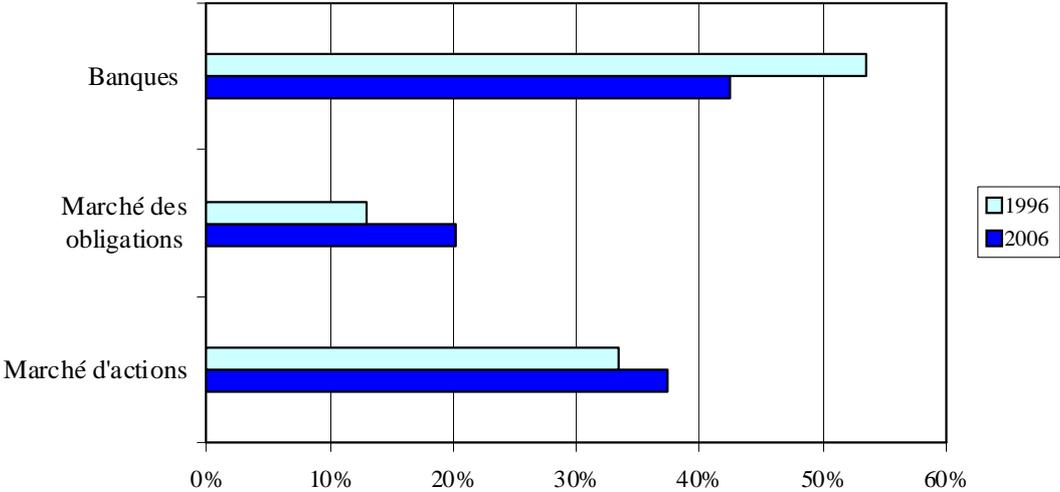
**SESDAQ**

<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Heshu Holdings Limited (Temasek 31.7%)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>2. National Kap Limited (Temasek 19.32%)</li> </ol>
---	--

*Note:* SESDAQ signifie Stock Exchange of Singapore Dealing and Automated Quotation system

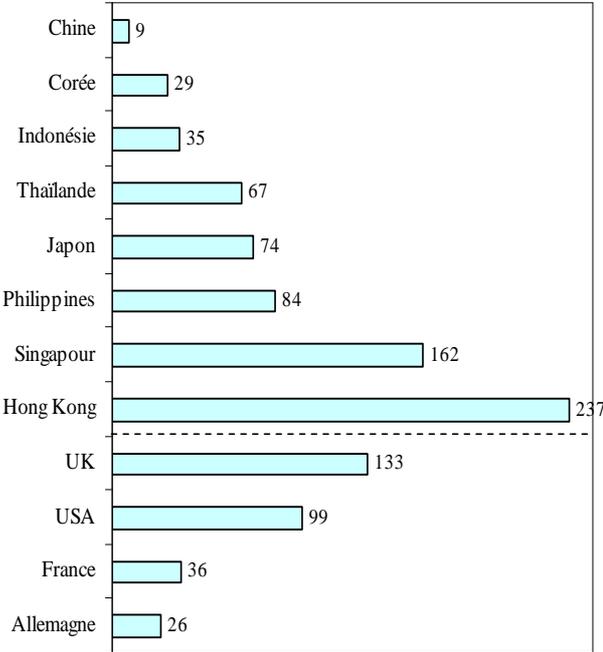
Source: Khan (2003)

**Graphique 0.2.2 : Financement domestique en Asie**



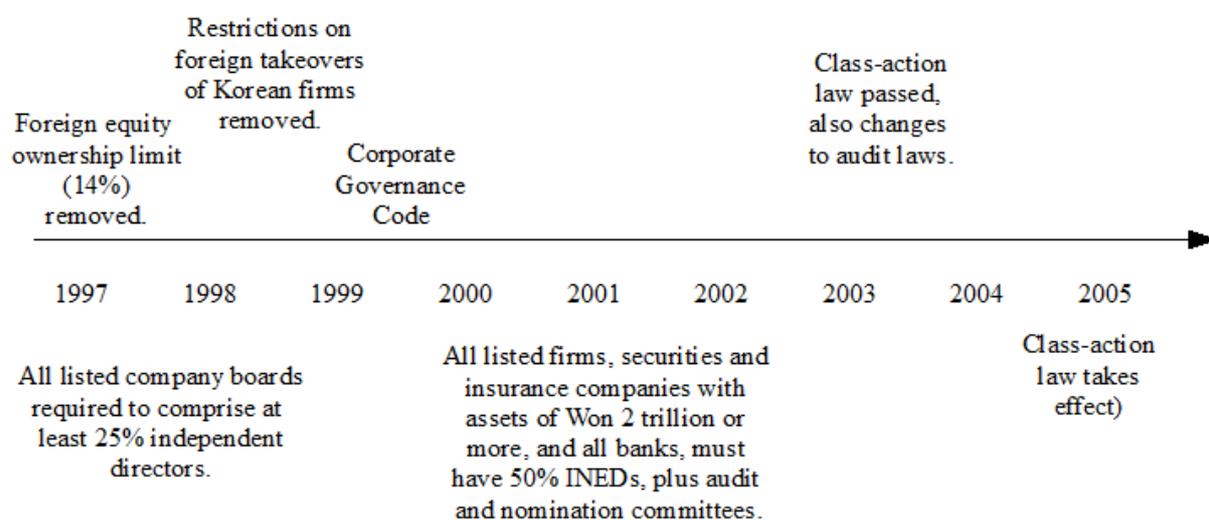
Source: Asian Development Bank (2008)

**Graphique 0.2.3 : Capitalisation boursière/PIB, en pourcentage (1996)**



Source: The World Bank (2008), Financial Structure Dataset

**Figure 0.2.1: Les réformes de la gouvernance d'entreprise en Corée**



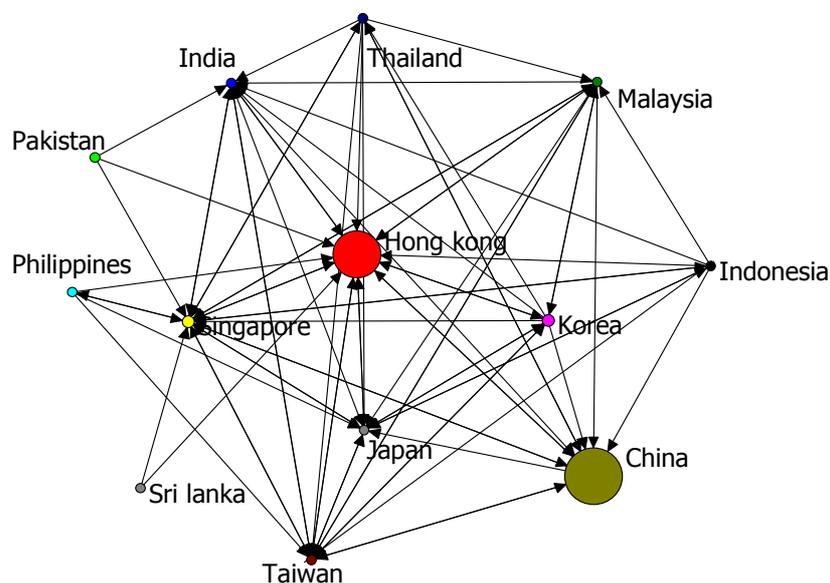
Source : *Asian Corporate Governance Association* (2008)

**Tableau 0.2.4: Restrictions sur les investissements de portefeuille des non-résidents en Asie, 2005**

More Liberal	←	→	More Restrictive
Australie No restrictions		Thailand Equity investment by foreign participants subject to various restrictions.	China QIIs are allowed to invest in A-shares subject to quotas. No QII may hold more than 10 percent of a listed company. In 2005 total aggregate quota was US\$10 billion.
Bangladesh Nonresidents are free to purchase equity securities.		Indonesia Nonresidents are free to purchase equity securities, except for financial companies. Nonresidents may not hold more than 1 percent of any investment fund.	India FIIs are allowed to invest in shares subject to sectoral caps of 24 percent (insurance), 49 percent and 74 percent (airlines and banks) in certain sectors. No FII may hold more than 10 percent of a listed company.
Hong Kong SAR Nonresidents are free to purchase equity securities. Investment in banks above set limits requires regulatory approval.		Malaysia Nonresidents are free to purchase equity securities. Investment in banks by nonresidents is generally limited to 30 percent.	Sri Lanka Nonresidents can invest in up to 100 percent of the equity capital of listed and unlisted public companies without prior approval, subject to certain exclusions and limitations.
Japan Nonresidents are free to purchase equity securities.		Vietnam Foreign individuals and organizations are allowed to hold, in aggregate up to 30 percent of an issuer's listed current shares.	
Singapore No restrictions.			
Philippines Nonresidents are free to purchase equity securities.			

Source : IMF (2006a)

**Figure 0.2.2: Flux des capitaux à l'intérieur de la zone asiatique en 2006**



Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

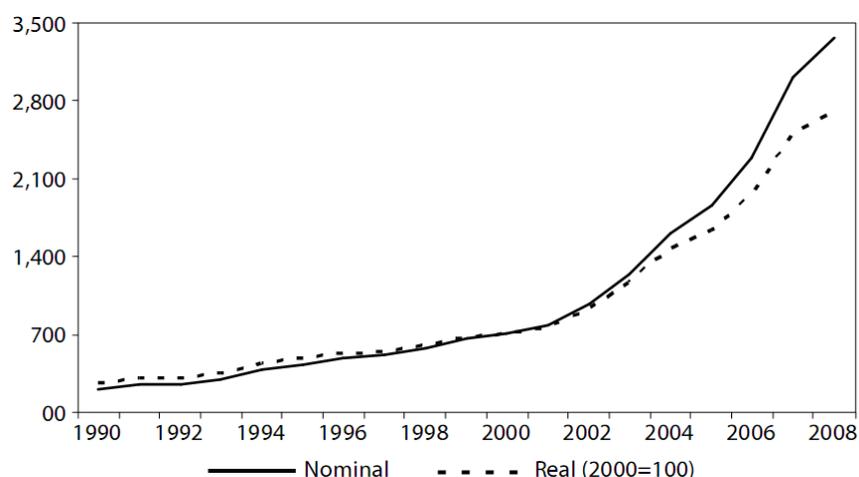
**Tableau 0.2.5 : L'indice de diversification des revenus des banques**

	Income Diversification	
	1998	2004
Hong kong	0,43	0,61
Indonésie	0,46	0,45
Corée	0,65	0,61
Malaisie	0,53	0,64
Philippines	0,57	0,65
Chine	n.a.	n.a.
Singapour	0,4	0,41
Thaïlande	0,41	0,61

*Note* : Une valeur de zéro signifie que les banques tirent leurs revenus d'une unique activité source, comme les prêts.

Source: Asian Development Bank (2008b)

**Graphique 0.2.4 : Réserves totales de devises étrangères en Asie, 1990-2008 (en milliards de dollars)**



*Note* : Cette figure illustre la croissance des réserves totales de devises étrangères en Asie entre 1980 et 2008 en termes nominaux et en termes réels.

Source: *Asian Development Bank* (2009)

**Tableau 0.2.6 : Les principaux fonds souverains asiatiques**

Pays	Nom des fonds	Actifs (Milliards de dollars)	Création	Type
Singapour	Government of Singapore Investment corporation	330	1981	Autre que matière première
Singapour	Temasek Holdings	100	1974	Autre que matière première
Chine	SAFE Investment Company		1997	Autre que matière première
Chine	China Investment Corporation	200	2007	Autre que matière première
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority	100	1998	Autre que matière première
Brunei Darussalam	Brunei Investment Agency	30	1983	Pétrole
Corée	Korea Investment Corporation	20	2005	Autre que matière première
Malaisie	Khazanah Nasional BHD	15	1993	Autre que matière première
Kazakhstan	National Oil Fund	15	2000	Pétrole, gaz
Taïpei	National Stabilization Fund	15	2000	Autre que matière première
Azerbaïdjan	State Oil Fund	1,6	1999	Pétrole
Timor leste	Petroleum Fund	1,22	2005	Pétrole, gaz

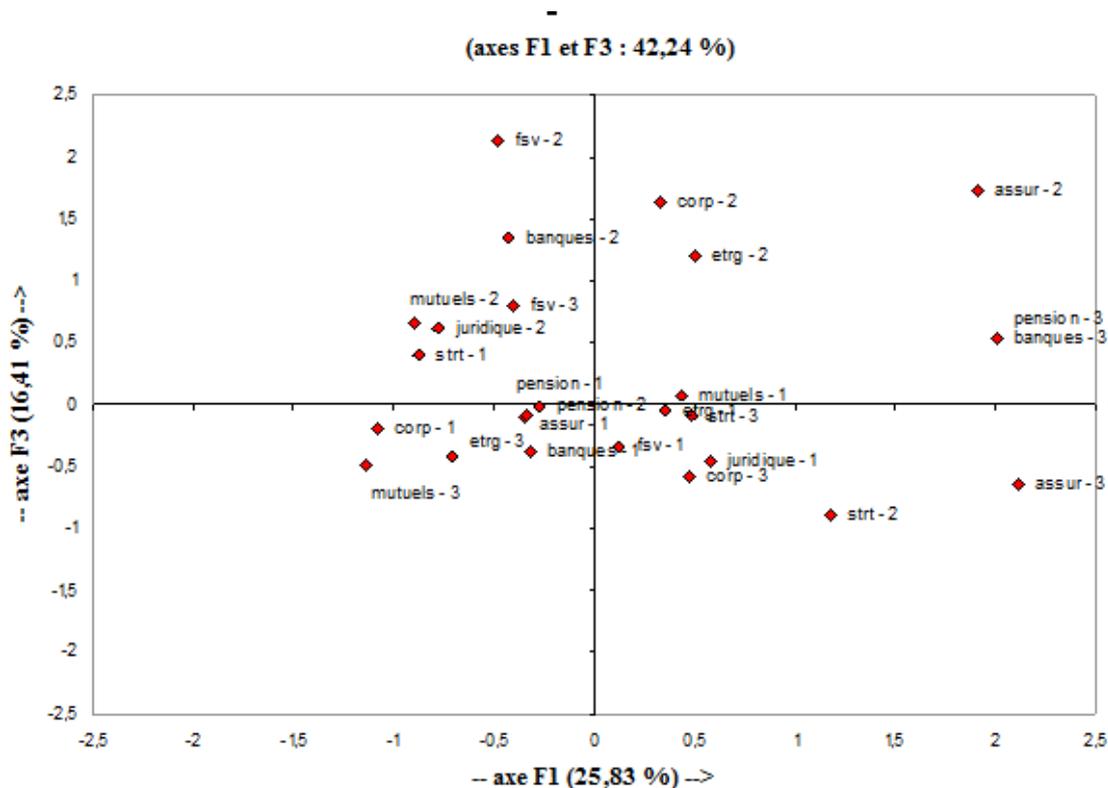
Source : *Asian Development Bank*(2009)

**Tableau 0.2.7 : Les variables de l'analyse des correspondances multiples (2006)**

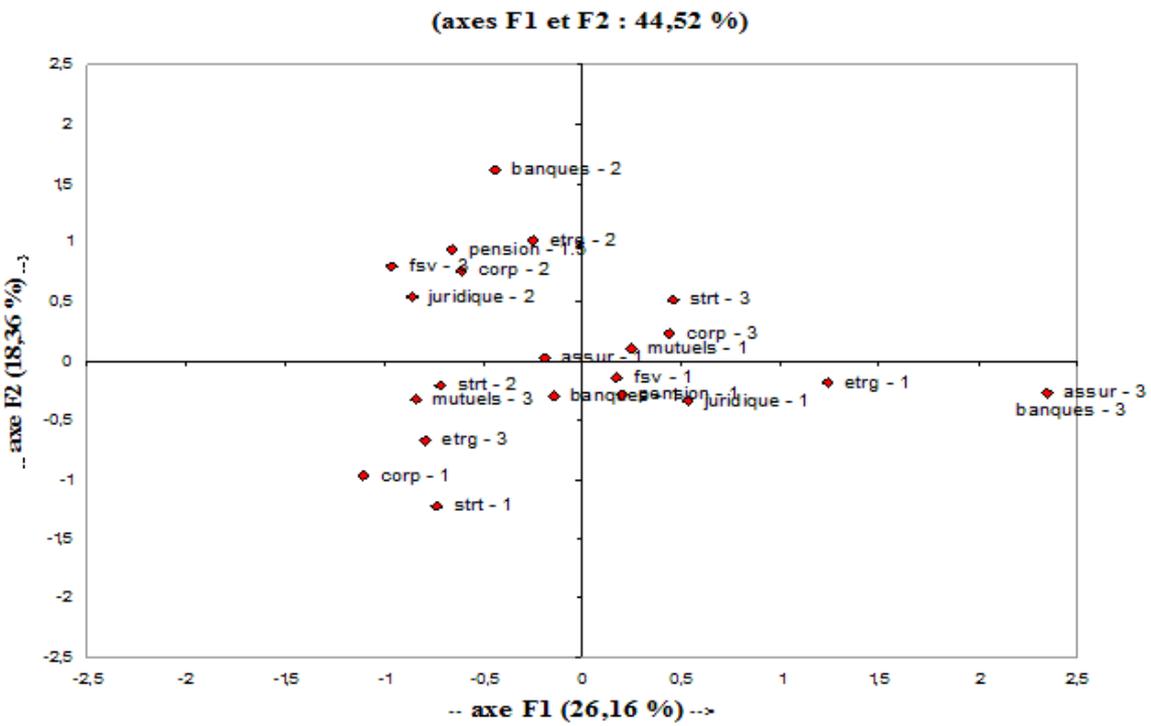
Pays	Actionnaires stratégiques	Actionnaires nationaux	Fonds de pension	Compagnies d'assurance	Fonds mutuels	Banques	Fonds souverains	Tradition Juridique	Sociétés
Chine	83,4%	87,4%	0,2%	0,0%	8,6%	5,0%	5,4%	Droit civil	77,6%
Hong Kong	65,8%	41,1%	0,2%	0,3%	7,7%	13,0%	22,5%	Common law	41,3%
Indonésie	82,9%	75,5%	0,2%	0,4%	8,7%	8,0%	0,0%	Droit civil	48,0%
Inde	1,1%	68,2%	0,6%	1,5%	63,7%	8,5%	2,6%	Common law	1,0%
Japon	55,0%	79,0%	1,0%	9,1%	10,5%	25,0%	0,0%	Droit civil	42,9%
Corée	64,3%	64,7%	1,3%	4,0%	22,9%	17,1%	0,3%	Droit civil	30,6%
Malaisie	40,5%	77,6%	0,4%	2,1%	22,9%	21,0%	11,9%	Common law	32,7%
Philippines	58,1%	20,4%	0,2%	0,9%	33,1%	5,2%	0,0%	Droit civil	56,5%
Singapour	38,9%	73,6%	0,4%	0,6%	14,8%	8,0%	35,5%	Common law	28,4%
Taiwan	77,0%	81,0%	0,5%	2,0%	12,7%	7,0%	0,0%	Droit civil	57,9%
Thaïlande	55,3%	58,1%	0,7%	1,6%	9,8%	7,9%	0,6%	Droit civil	48,5%
Bangladesh	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	Common law	0,0%
Pakistan	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	Common law	0,0%
Sri Lanka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	Droit civil	0,0%

Source : Thomson Reuters

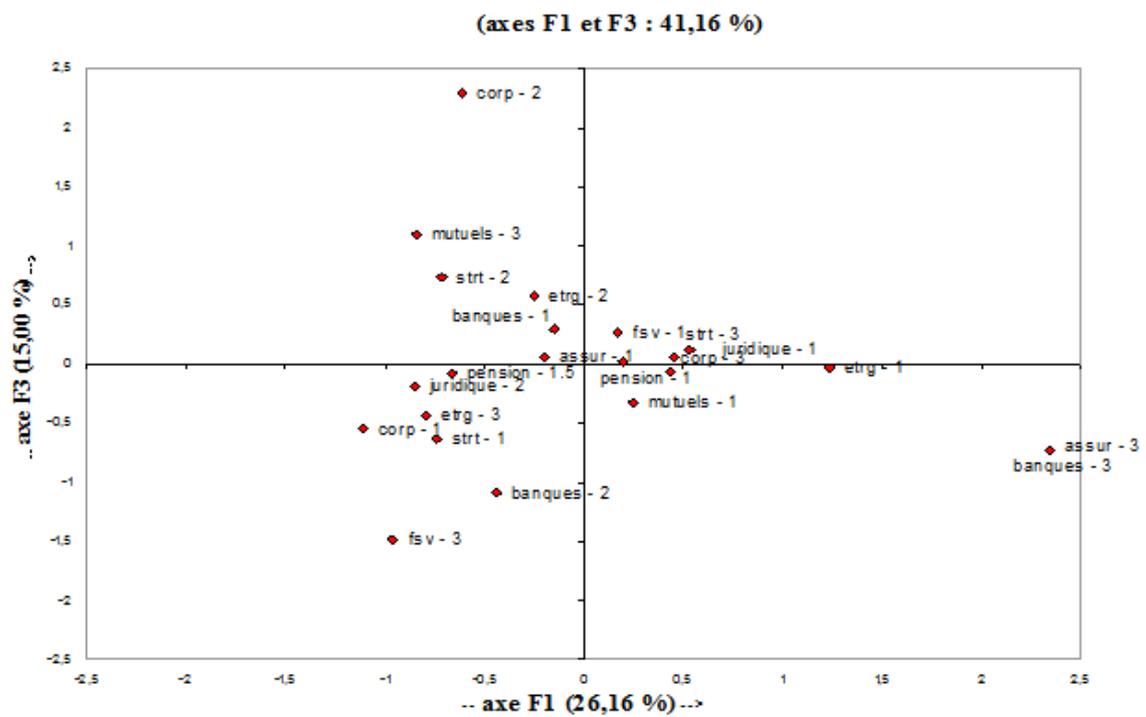
**Graphique 0.2.5 : Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F3, 2006)**



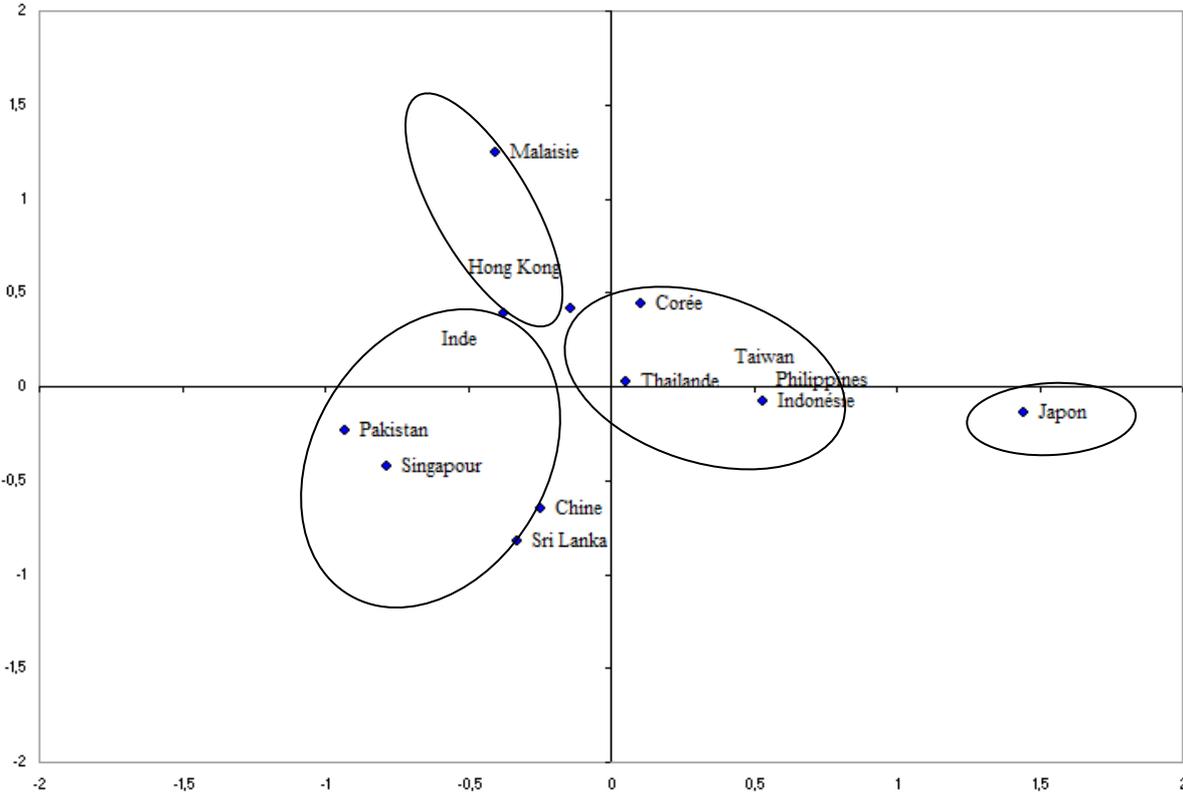
**Graphique 0.2.6 : Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F2, 1997)**



**Graphique 0.2.7 : Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F3, 1997)**



**Graphique 0.2.8 : Configurations actionnariales asiatiques en 1997**



*Note* : Le Bangladesh est exclu dans cette analyse car il n'y a pas d'investisseurs dont la valeur totale détenue est supérieure à 5 million de dollars en 1997.

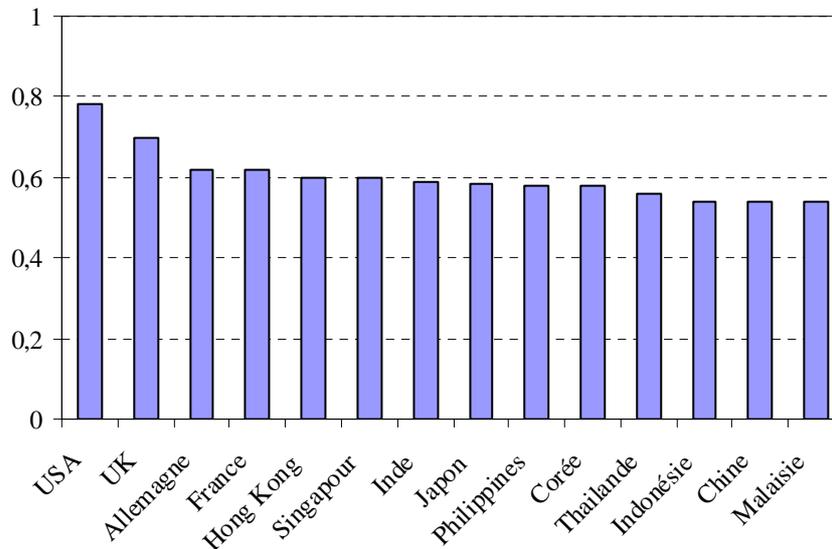
## Annexes Chapitre 4

**Tableau 0.4.1 : Capitaux levés sur les marchés d'actions en 1997 (en millions de dollars)**

Time zone	Exchange	Capital Raised by Already Listed companies	Capital Raised by Newly Admitted companies	Total
North America	<b>Nasdaq</b>	25225,9	10978,2	<b>36204,1</b>
	<b>NYSE</b>	133709,9	43946,3	<b>177656,2</b>
	Toronto	8766,4	18330,4	27096,8
	Vancouver	1019,5	37,3	1056,8
Europe	Germany	6041,8	2853,4	8895,2
	London	10732,6	11594,8	22327,4
	Paris	12002,6	8216,2	20218,8
Asia	<b>Hong Kong</b>	21144,8	10544,6	<b>31689,4</b>
	Jakarta	5137,9	1160,0	6297,9
	Japan	9540,2	NA	9540,2
	Korea	2714,7	486,2	3200,9
	Kuala Lumpur	4174,3	1718,2	5892,5
	Philippine	515,3	333,1	848,5
	Singapore	NA	NA	NA
	Taiwan	12173,8	1425,1	13598,9
	Thailand	1582,7	86,5	1669,2

Source: *World Federation of Exchanges*

**Figure 0.4.1 : Indice de gouvernance d'entreprise (1995-1996)**



Sources: IMF (2006b), Sawicki (2009)

**Tableau 0.4.2 : Corrélations entre variables (2006)**

	Banques	Actions	EIC	ECB	RPM	SAS	PMSI	CGtotal	II	SI
Banques	1									
Actions	-0,57*	1								
EIC	-0,35	0,49	1							
ECB	-0,38	0,34	0,75**	1						
RPM	-0,36	0,24	0,64*	0,83**	1					
SAS	-0,71**	0,63*	0,38	0,61*	0,59*	1				
PMSI	-0,70*	0,41*	0,42	0,69*	0,56	0,72**	1			
CGtotal	-0,32	0,70*	0,22	0,40	0,44	0,77**	0,35	1		
II	0,26	0,17*	-0,41	-0,25	-0,15	0,39*	0,24*	0,39	1	
SI	-0,27	0,29	0,42	0,20	0,10	-0,35	-0,19	-0,30	-0,96**	1

\* La corrélation est significative au seuil de 5%

\*\* La corrélation est significative au seuil de 1%

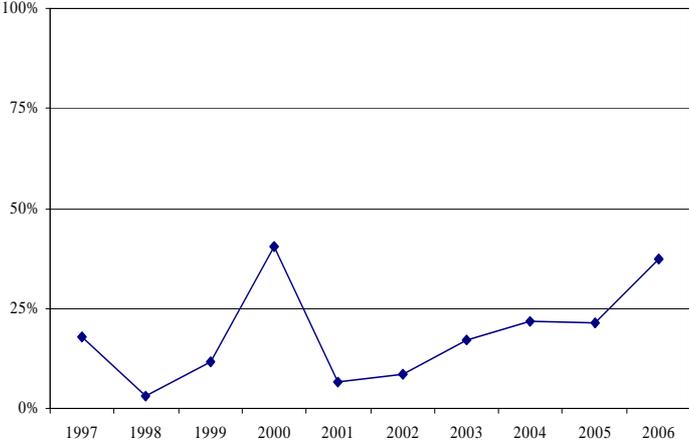
**Tableau 0.4.3 : Résumé de la protection juridique et l'application dans les différents pays asiatiques**

	Chine	Hong-Kong	Indonésie	Japon	Malaisie	Philippines	Singapour	Corée	Taïwan	Thaïlande
Système légal	Droit civil	<i>Common law</i>	Droit civil	Droit civil, avec influence USA	<i>Common law</i>	Droit civil + <i>Common law</i>	<i>Common law</i>	Droit civil, avec influence USA	Droit civil	Droit civil, avec influence <i>common law</i>
Droits des actionnaires	n/a	4	2	3	3	4	3	2	3	3
Droits des créanciers	n/a	4	4	2	4	0	3	3	2	3
Autorité de la loi	n/a	8,22	3,98	8,98	6,78	2,73	8,57	5,35	8,52	6,25
Corruption	n/a	8,52	2,15	8,52	7,38	2,92	8,22	5,3	6,85	5,18
Expropriation	n/a	8,29	7,16	9,67	7,95	5,22	9,3	8,31	9,12	7,42

*Note* : En ce qui concerne les indices de corruption et d'expropriation, des scores plus faibles indiquent des niveaux élevés de corruption et de l'expropriation.

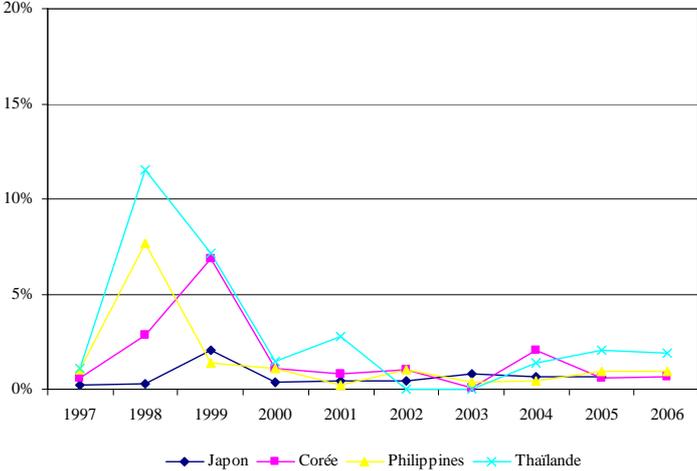
Source : La Porta *et al.* (1997, 1998)

**Graphique 0.4.1 : Capitaux levés sur les marchés d'actions à Hong Kong (% du PIB)**



Source: *World Federation of Exchanges*

**Graphique 0.4.2 : Capitaux levés sur les marchés d'actions (Japon, Corée, Philippines et Thaïlande, % du PIB)**



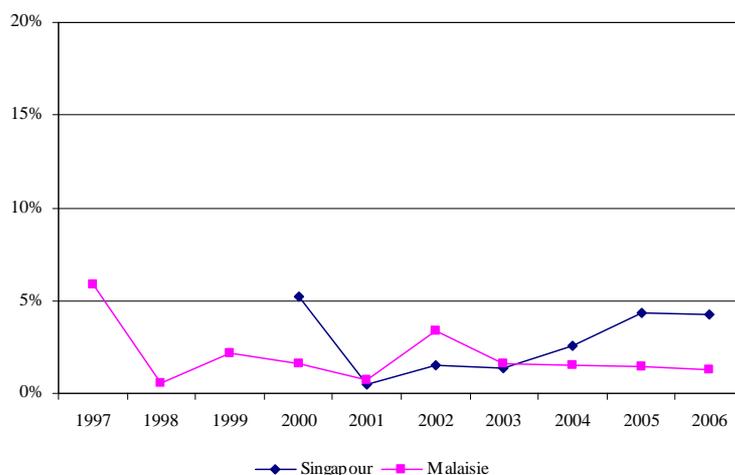
*Note* : Il manque les données pour la période 2006 sur le Japon.  
 Source: *World Federation of Exchanges*

**Figure 0.4.2 : Evolution du cadre des réglementations pour les *Chaebols***

External Shocks	Expected Changes	1998	1999	2000	
Cross-shareholdings	"IMF crisis"	Likely to be phased out to increase transparency	▲ 1998 Limited to 25% of net worth for top 30 chaebols		
Protection from M&A threats		M&A market deregulation likely to result in hostile takeovers	▲ February 1998 Tender offer obligation abolished ▲ May 1998 Ceiling on foreign ownership abolished		
Lack of minority shareholder rights	Deregulation	Enhanced shareholder rights and monitoring system will provide disciplinary mechanisms	▲ 1998 Cumulative board voting expected	▲ 1999 Shareholder derivative lawsuits likely to be legalized	
Ability to grow via financial leveraging		Securing capital will become more difficult for chaebol Debt-to-equity ratio needs to conform to international standards	▲ 1998 No new cross-guarantees	2000 ▲ Cross-guarantees to be phased out	
Strong coordination via chairman's office	Financial and political pressure	Dissolution of group chairman's office may lead to vacuum of control and coordination	▲ 1998 At least one outside board member	▲ 1999 At least 25% of board to be outsiders	
			▲ 1998 Group chairman's office dissolved; each legal entity required to form its own board		

Source : Khan (2001)

**Graphique 0.4.3 : Capitaux levés sur les marchés d'actions à Singapour et en Malaisie (% du PIB)**



*Note* : Il manque les données pour la période 1996-1999 sur Singapour.

Source: *World Federation of Exchanges*

**Tableau 0.4.4: Questionnaire de CLSA (*Credit Lyonnais Securities Asia*)**

Q.	Discipline (15 percent)
1	Has the company issued a "mission statement that explicitly places a priority on good corporate governance or has the company or management publicly articulated principles of good corporate governance that it is committed to maintaining?
2	Is senior management incentivised to work towards a higher share price for the company, e.g. more than 50 percent of net worth of CEO or controlling family is in the company's equity or at least 50 percent of expected remuneration for the top executive(s) is tied to the value of the shares?
3	Does management stick to clearly defined core businesses?
4	a) What is management's estimate of its cost of equity? b) Is management's view of its cost within 10% of a CAPM derived estimate?
5	a) What is management's estimate of its weighted average cost of capital? b) Is managements estimate of its cost of capital within 10% of our estimate based on its capital structure?
6	Over the past five years, is it true that the company has not issued equity, or warrants for new equity, for acquisitions and/or financing new projects where there was any controversy over whether the acquisition/project was financially sound, or whether the issue of equity was the best way of financing the project? Is it true that there is no reason to be concerned on these grounds about the issue of equity/warrants for new equity in the foreseeable future?
7	Does senior management use debt for investment/capex only where ROA (or average ROI) is clearly higher than cost of debt and where interest cover is no less than 2.5? In using debt has management always shown sensitivity to potential asset-liability duration and currency mismatches?
8	Over the past five years, is it true that the company has not built up cash levels, through retained earnings or cash calls, that has brought down ROE?

9	Does the company's Annual Report include a section devoted to the company's performance in implementing corporate governance principles?
---	--

Q.	Transparency (15 percent)
10	Has management disclosed three- or five-year ROA or ROE targets?
11	Does the company publish its Annual Report within four months of the end of the financial year?
12	Does the company publish/announce semi-annual reports within two months of the end of the half-year?
13	Does the company publish/announce quarterly reports within two months of the end of the quarter?
14	a) In the past 12 months, what is the longest time period between the Board meeting to accept results for a period (quarterly/half/year/finals), and the announcement of the results? b) Has the public announcement of results been no longer than two working days of the Board meeting? Is it true that there has not been any case in the past five years when share price moved noticeably just before the release of results and in a direction that anticipated the results?
15	Are the reports clear and informative?
16	Are accounts presented according to IGAAP? Are the accounts free of substantial non-IGAAP compliant qualifications?
17	Does the company consistently disclose major and market sensitive information punctually? Is it true that the company has not in the past five years ever failed to disclose information that investors deemed relevant in a timely fashion?
18	Do analysts have good access to senior management? Good access implies accessibility soon after results are announced and timely meetings where analysts are given all relevant information and are not missed?
19	Does the company have an English language web-site where results and other announcements are updated promptly (no later than one business day)?

Q.	Independence (15 percent)
20	Is it true that there has been no controversy or questions raised over whether the board and senior management have made decisions in the past five years that benefit them, at the expense of shareholders?
21	Is the chairman an independent, non-executive director?
22	Does the company have an executive or management committee that makes most of the executive decisions, which is substantially different from members of the Board and not believed to be dominated by major shareholders?
23	Does the company have an audit committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?
24	Does the company have a remuneration committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?
25	Does the company have a nominating committee? Is it chaired by a perceived genuine independent director?
26	Are the external auditors of the company in other respects seen to be completely unrelated to the company?
27	Does the board include no direct representatives of banks and other large creditors of the company?

Q.	Accountability (15 percent)
28	Are the board members and members of the executive/management committee substantially different such that the board is clearly seen to be playing a primarily supervisory as opposed to an executive role?
29	Does the company have non-executive directors who are demonstrably and unquestionably independent?
30	Do independent, non-executive directors account for more than 50 percent of the board?
31	Are there any foreign nationals on the Board who are seen as providing added credibility of the board's independence?

32	Are full Board meetings held at least once a quarter?
33	Are Board members well briefed before board meetings? Are they provided, as far as the analyst can tell, with the necessary information for effective scrutiny of the company, prior to the meeting, in a clear and informative manner?
34	Does the audit committee nominate and conduct a proper review the work of external auditors as far as the analyst can tell?
35	Does the audit committee supervise internal audit and accounting procedures as far as the analyst can tell?

Q.	Responsibility (15 percent)
36	If the board/senior management have made decisions in recent years seen to benefit them at the expense of shareholders, has the company been seen as acting effectively against individuals responsible and corrected such behavior promptly, i.e., within six months?
37	Does the company have a known record of taking effective measures in the event of mismanagement? Over the past five years, if there were flagrant business failures or misdemeanours, were the persons responsible appropriately and voluntarily punished?
38	Is there any controversy or questions over whether the board and/or senior management take measures to safeguard the interests of all and not just the dominant shareholders?
39	Are there mechanisms to allow punishment of the executive/management committee in the event of mismanagement as far as the analyst can tell for certain?
40	Is it true that there have been no controversies/questions over whether the share trading by board members have been fair, fully transparent and well intentioned?
41	a) How many members are on the board? b) Is the board small enough to be efficient and effective?

Q.	Fairness (15 percent)
42	Is it true that there have not been any controversy or questions raised over any decisions by senior management in the past five years where majority shareholders are believed to have gained at the expense of minority shareholders?
43	Do all equity holders have the right to call general meetings?
44	Are voting methods easily accessible?
45	Are all necessary information for general meetings made available prior to general meeting?
46	Is senior management unquestionably seen as trying to ensure fair value is reflected in the market price of the stock, by guiding market expectations about fundamentals in the right direction through frank discussion on risk/returns, actions like share buy-backs and investor meeting, etc?
47	Is it true, over the past five years, that there has been no questions or perceived controversy over whether the company has issued depositary receipts that benefited primarily major shareholders, nor has the company issued new shares to investors near peak prices, nor have the major shareholders sold shares near peak prices without prior guidance to market on why such shares are seen as fully-valued?
48	Does the majority shareholder group own less than 40 percent of the company?
49	Do foreign portfolio managers, and/or domestic portfolio investors who have a track record in engaging management on CG issues, own at least 20 percent of the total shares with voting rights?
50	Does the head of Investor Relations report to either the CEO or a board member?
51	a) What is total remuneration of the board as a percentage of net profit after exceptionals? b) Over the past five years, is it true that total directors remuneration has not increased faster than net profit after exceptionals as far as an analyst can tell?

Q.	Social (10 percent)
52	Does the company have explicit public policy statements that emphasize strict ethical behavior: I.e., one that looks at the spirit and not just the letter of the law?
53	Does the company have a policy/culture that prohibits the employment of the under-aged as far as the analyst can tell?

54	Does the company have an explicit equal employment policy: I.e., no discrimination on the basis of sex, race, religion etc?
55	Does the Company adhere to specified industry guidelines on sourcing of materials as far as the analyst can tell?
56	Is the company explicitly environmentally conscious? Does it promote use of environmentally efficient products, or takes steps to reduce pollution, or to participate in environment-related campaigns?
57	Is it true that the company has no investments/operations in Myanmar?

Source: *Credit Lyonnais Securities Asia* (2001)

**Tableau 0.4.5 : Analyse descriptive de l'ensemble des variables (Variable dépendante = le score global de CLSA)**

	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
SCORE	155	55,51	13,90	13,90	93,50
OWNII	155	0,34	0,23	0,01	0,99
OWNFRN	155	0,35	0,25	0,03	0,95
OWNCORP	155	0,56	0,26	0,01	0,97
DEBT	155	403,37	1526,18	9,95	16040,80
STMKTCAP	155	1,24	1,15	0,28	3,67
PROTINV	155	0,73	0,23	0,24	1
PIB	155	5,42	2,15	1,80	8,20
SIZE	155	8653,28	56341,79	0,56	694702,80
SalesGrowth	155	26,57	58,25	0,09	530,25
Country	155	4,90	2,67	1	10

**Tableau 0.4.6 : Les critères de classement de KOGI (Korea Corporate Governance Stock Price Index)**

Protection of shareholder interests
Introduction of a corporate governance charter and a code of conduct
Introduction of a cumulative voting system and a written voting system
Whether a staggered board of directors should be adopted
Introduction of a fundamental defense against hostile corporate takeovers
Shareholding ratios of stakeholders
Past transactions with majority shareholders
Shareholder proposals, proxy voting recommendations, and other minority shareholder protections
Board of Directors
Number of non-executive directors and their participation in board meetings
Whether objections and modifications can be made by non-executive directors and accepted by the corporation
The way non-executive directors are nominated
Shareholdings of directors
The establishment of a nominating committee and a board remuneration committee
The separation of the representative director and the chairman of the board of directors

Performance-based stock options The self-evaluation of board of directors' activities and the disclosure of evaluation results
Disclosure
IR performance Disclosure records, including voluntary, inquired, and curative disclosures Disclosure of the participation by individual directors at board meetings and their votes made in favor of, or against, proposals Disclosure in English on websites or in audit reports Whether or not the total remuneration of each individual director is disclosed
Auditing body
The establishment, organization, and operation of an audit committee Whether a system is in place to protect whistle blowers The way independent auditors are nominated, and whether the independent auditors have rendered consulting services
Distribution of the proceeds of operation
The dividend yield ratio, and the purchase of treasury shares The three-year average payout ratio, and interim dividends

Source: *Corporate Governance Service*

**Tableau 0.4.7 : Analyse descriptive de l'ensemble des variables (Variable dépendante = le score global de KOGI)**

	N	Moyenne	Ecart-type	Minimum	Maximum
SCORE	163	1,55	0,87	3	8
OWNII	163	0,25	0,24	0,00	0,99
OWNFRN	163	0,20	0,22	0,00	1
OWNCORP	163	0,67	0,28	0,00	1
Cross/Insidertrading	163	0,68	0,47	0	1
DEBT	163	2785,93	8485,73	2,12	62373,38
SIZE	163	10293,61	28976,97	50,70	227920,40
SalesGrowth	163	5623,15	12595,37	38,04	92295,72
Industrie	163	4,26	3,09	1	10

**Tableau 0.4.8 : Corrélations entre les variables (score de CLSA)**

	Score	Debt	Ownii	Ownfrn	Owncorp	Stmktcap	Pib	Protinv	Size	Salesgrowth
Score	1,00									
Debt	-0,10 (0,22)	1,00								
Ownii	0,23* (0,00)	-0,02 (0,78)	1,00							
Ownfrn	0,31* (0,00)	-0,04 (0,60)	0,27* (0,00)	1,00						
Owncorp	-0,27* (0,00)	0,13 (0,12)	-0,55* (0,00)	-0,35* (0,00)	1,00					
Stmktcap	0,42* (0,00)	-0,09 (0,28)	0,34* (0,00)	0,34* (0,00)	-0,21* (0,01)	1,00				
Pib	0,26* (0,00)	0,06 (0,44)	0,14 (0,09)	0,21* (0,01)	-0,18* (0,02)	0,56* (0,00)	1,00			
Protinv	0,39* (0,00)	-0,20* (0,01)	0,24* (0,00)	0,32* (0,00)	-0,29* (0,00)	0,68* (0,00)	0,70* (0,00)	1,00		
Size	0,22* (0,00)	-0,02 (0,78)	0,07 (0,39)	0,04 (0,59)	0,10 (0,23)	0,21* (0,01)	0,11 (0,19)	0,11 (0,18)	1,00	
Salesgrowth	0,00 (0,96)	-0,01 (0,93)	0,02 (0,83)	0,04 (0,62)	-0,11 (0,16)	0,01 (0,85)	0,02 (0,79)	0,08 (0,29)	-0,04 (0,64)	1,00

**Tableau 0.4.9 : Les résultats du test de Chow**

	Nbre observa.	Fc	F( $\alpha$ ) = F(0,05)
SCR	21597,386	155	
SCR 1	12799,566	116	
SCR 2	3057,204	39	
SCR 1+ SCR 2	15856,770		
Fc		4,87	
F( $\alpha$ ) = F(0,05)			3,14
Résultat test	Comme Fc > F( $\alpha$ ), l'hypothèse nulle d'égalité des coefficients est rejetée à 5%		

**Tableau 0.4.10 : Corrélations entre les variables (score de KOGI)**

	Score	Ownii	Ownfrn	Owncorp	Cross/Insidertrading	Size	Salesgrowth
Score	1,00						
Ownii	0,42* (0,00)	1,00					
Ownfrn	0,45* (0,00)	0,63* (0,00)	1,00				
Owncorp	-0,49* (0,00)	-0,75* (0,00)	-0,50* (0,00)	1,00			
Cross/Insidertrading	-0,30* (0,00)	-0,01 (0,89)	-0,16* (0,03)	-0,01 (0,85)	1,00		
Size	0,36* (0,00)	0,18* (0,01)	0,21* (0,00)	-0,28* (0,00)	-0,15* (0,04)	1,00	
Salesgrowth	0,19* (0,01)	0,18* (0,01)	0,16* (0,03)	-0,20* (0,00)	0,14 (0,06)	0,43* (0,00)	1,00

**Tableau 0.4.11 : Résultats de test VIF (facteur d'inflation de la variance)**

a) Equation 1

Variabes	VIF	1/VIF
OWNII	3,02	0,331396
OWNFRN	1,78	0,560445
OWNCORP	2,51	0,397695
Cross/Insidertrading	1,14	0,874176
SIZE	1,42	0,706078
SalesGrowth	1,34	0,743608
Moyenne VIF	1,87	

*Note:*  $vif > 10$  ou  $1/vif < 0.10$  signifie un problème de multicollinéarité

b) Equation 2

Variabes	VIF	1/VIF
OWNII	3,02	0,331470
OWNFRN	1,70	0,588335
OWNCORP	2,36	0,423434
Cross/Insidertrading	1,06	0,941853
SIZE	2,39	0,418520
SalesGrowth	2,32	0,431006
Moyenne VIF	2,14	

## **Table des graphiques, figures et tableaux**

# Graphiques

## Chapitre 1

Graphique 1.1 : Actifs détenus par les investisseurs institutionnels par rapport au PIB en pourcentage .....	48
Graphique 1.2 : Actifs des ménages .....	49

## Chapitre 2

Graphique 2.1 : Sources de financement des entreprises (1995) .....	77
Graphique 2.2: Capitalisation boursière/PIB, en pourcentage (1997 et 2006).....	86
Graphique 2.3 : Les titres de placement au total des actifs de banques commerciales (%).....	91
Graphique 2.4 : M&A dans le secteur financier (en milliards de dollars) .....	92
Graphique 2.5 : Évolution des actifs des fonds de pension (1997-2006).....	104
Graphique 2.6 : Actifs des fonds de pension (2006) .....	106
Graphique 2.7 : Évolution des actifs des compagnies d'assurance (1997-2006).....	108
Graphique 2.8 : Actifs des compagnies d'assurance (2006) .....	109
Graphique 2.9 : Évolution des actifs des fonds mutuels (1997-2006) .....	110
Graphique 2.10 : Actifs des fonds mutuels (2006).....	112
Graphique 2.11 : La structure actionnarial en Asie (2006) .....	114
Graphique 2.12 : Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F2, 2006) .....	116
Graphique 2.13 : Configurations actionnariales asiatiques en 2006 .....	117

## Chapitre 4

Graphique 4.1: Pourcentage d'entreprises familiales parmi les 20 plus grandes sociétés cotées en bourse par pays .....	176
Graphique 4.2 : Capitalisation boursière des sociétés cotées à Hong Kong (% du PIB) .....	181
Graphique 4.3: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Hong Kong) .....	181
Graphique 4.4 : Capitalisation boursière des sociétés cotées (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande, % du PIB) .....	188

Graphique 4.5: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande) .....	190
Graphique 4.6 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande, % de la capitalisation totale) .....	192
Graphique 4.7 : Capitalisation boursière des sociétés cotées à Singapour et en Malaisie (% du PIB) .....	199
Graphique 4.8 : Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Singapour et Malaisie) .....	200
Graphique 4.9 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers à Singapour et en Malaisie (% de la capitalisation totale).....	203
Graphique 4.10 : Capitalisation boursière des sociétés cotées en Inde (% du PIB).....	207
Graphique 4.11: Poids respectif des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels (Inde) .....	208
Graphique 4.12 : Evolution des actifs des investisseurs étrangers en Inde (% de la capitalisation totale) .....	209

## **Figures**

### **Chapitre 1**

Figure 1.1 : Structure pyramidale.....	38
Figure 1.2 : Participations croisées .....	40
Figure 1.3 : Evolution de la capitalisation du marché boursier domestique .....	45

### **Chapitre 2**

Figure 2.1: Le calendrier de mise en œuvre des codes de la gouvernance.....	80
Figure 2.2 : Poids des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels en Asie ...	96
Figure 2.3 : Détention selon le type d'investisseurs institutionnels en Asie (2006).....	98

### Chapitre 3

Figure 3.1 : Trajectoires paradigmatiques dans le champ des institutionnalismes .....	132
Figure 3.2 : Processus de la convergence vs de l'hybridation .....	135
Figure 3.3 : Résumé des mécanismes d'évolution des institutions dans IHC.....	147
Figure 3.4 : L'hybridation expliquée par différentes conceptions du changement institutionnel .....	151
Figure 3.5 : L'évolution du mode de gouvernance d'entreprise, comme résultat de l'hybridation.....	152

### Chapitre 4

Figure 4.1 : Trois scénarios du changement de la gouvernance d'entreprise.....	169
Figure 4.2 : Arbre hiérarchique utilisant la distance moyenne (1997).....	171
Figure 4.3 : Arbre hiérarchique utilisant la distance moyenne (2006).....	172
Figure 4.4: Ratio des variables de 4 modèles de gouvernance.....	174
Figure 4.5 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation transparente US mais contrôle familial).....	184
Figure 4.6 : Changement caractérisé par le processus de sédimentation et de conversion ....	189
Figure 4.7 : Liens capitalistiques entre les principales sociétés du groupe Samsung en 2007 ....	195
Figure 4.8 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation forcée).....	204
Figure 4.9 : À la recherche de nouvelles formes de gouvernance depuis la crise (Hybridation endogène US) .....	212

### Tableaux

#### Chapitre 1

Tableau 1.1 : Comparaison des modes de contrôle : famille, <i>outsider</i> et <i>insider</i> .....	35
Tableau 1.2 : Différences de gouvernance entre entreprises privées et entreprises publiques	37

## Chapitre 2

Tableau 2.1 : Actionnaires de contrôle des sociétés cotées en Asie .....	70
Tableau 2.2 : Structures d'actionariat pour accroître le contrôle en Asie .....	72
Tableau 2.3 : Composition du crédit bancaire (en % du crédit domestique total) <sup>1</sup> .....	78
Tableau 2.4 : Flux de capitaux privés dans les pays émergents (milliard de dollars) .....	87
Tableau 2.5 : La détention des actions en Asie selon le type d'investisseurs (2006) .....	115

## Chapitre 3

Tableau 3.1 : Trois institutionnalisations .....	131
--	-----

## Chapitre 4

Tableau 4.1 : Ensemble des variables dans l'analyse de cluster .....	168
Tableau 4.2 : Codes et recommandations de gouvernance d'entreprise à Hong Kong .....	179
Tableau 4.3 : Règles et recommandations sur le nombre d'administrateurs indépendants à Hong Kong .....	179
Tableau 4.4 : Détention selon les types d'actionnaires stratégiques à Hong Kong (2006) .....	182
Tableau 4.5 : Pourcentage moyen de directeurs indépendants (2005) .....	183
Tableau 4.6 : Ratio d'endettement pour certains pays asiatiques (en %) .....	186
Tableau 4.7 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Corée, Japon, Philippines et Thaïlande) .....	187
Tableau 4.8 : Détention selon les types d'actionnaires institutionnels au Japon (1997 et 2006) .....	191
Tableau 4.9 : Corrélation des niveaux de participation entre des actionnaires de contrôle et des actionnaires institutionnels .....	193
Tableau 4.10 : La part du capital de Temasek (à la fin des années 90) .....	197
Tableau 4.11 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Singapour et Malaisie) .....	198
Tableau 4.12 : Détention selon les types d'actionnaires à Singapour et en Malaisie (2006) ..	201
Tableau 4.13 : La part du capital de Temasek (2008) .....	201
Tableau 4.14 : Principaux actionnaires institutionnels en Malaisie (2006) .....	202

Tableau 4.15 : Codes et règles juridiques de la gouvernance d'entreprise (Inde).....	206
Tableau 4.16 : Détention selon les types d'actionnaires en Inde (1997 et 2006).....	209
Tableau 4.17 : Analyse descriptive du score global de CLSA.....	216
Tableau 4.18 : Résultats des régressions MCO (variable dépendante : CLSA).....	220
Tableau 4.19 : Résultat du test VIF.....	222
Tableau 4.20 : Résultats des régressions DMC.....	223
Tableau 4.21 : Résultats des régressions MCO basés sur les modèles A et Hybride (variable dépendante : CLSA).....	224
Tableau 4.22 : Résultats des régressions MCO (variable dépendante : KOGI).....	226

# Table des matières

<b>INTRODUCTION GENERALE</b> .....	9
<b>CHAPITRE 1</b> .....	20
<b>LES CADRES THEORIQUES ET L'EVOLUTION DU MODELE DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE</b> .....	20
<b>Introduction</b> .....	21
<b>1. Les fondements théoriques de la gouvernance d'entreprise</b> .....	23
1.1.    Quelle définition pour la gouvernance d'entreprise ? .....	24
1.2.    L'élargissement du cadre théorique : de la théorie de l'agence au rôle des institutions .....	25
1.2.1.    La vision contractuelle (de la théorie de l'agence à l'approche partenariale)..	25
1.2.2.    Le rôle des institutions .....	28
<b>2. Les typologies des mécanismes de gouvernance</b> .....	31
2.1.    Une classification des principaux systèmes en deux catégories : le modèle <i>outsider</i> et le modèle <i>insider</i> .....	32
2.2.    Le contrôle familial .....	34
2.3.    Le contrôle étatique .....	36
2.4.    Les pyramides .....	38
2.5.    La participation croisée .....	39
2.6.    Le contrôle par un groupe d'entreprises.....	40
<b>3. Le débat sur la convergence vers le modèle d'actionnariat dispersé</b> .....	42
3.1.    Les forces de la convergence des modèles de gouvernance d'entreprise.....	43
3.1.1.    La globalisation du marché des capitaux .....	45
3.1.2.    L'essor des investisseurs institutionnels .....	47
3.1.3.    La globalisation de la régulation .....	51
3.2.    Les deux hypothèses sur la convergence des modèles de gouvernance d'entreprise .....	55
3.2.1.    La réflexion sur l'efficacité des systèmes et la convergence .....	55
3.2.2.    Les explications à la coexistence de différents systèmes de gouvernance.....	58
<b>Conclusion du chapitre</b> .....	65
<b>CHAPITRE 2</b> .....	67
<b>LA TRANSFORMATION EN COURS DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE EN ASIE</b> .....	67

<b>Introduction</b> .....	68
<b>1. Les caractéristiques de la gouvernance en Asie avant la crise de 1997</b> .....	69
1.1. La prédominance des actionnaires de contrôle .....	70
1.2. Les trois grands modèles différents de gouvernance.....	72
1.3. Le système financier dominé par les banques .....	76
<b>2. Un aperçu des changements dans les réglementations de la gouvernance et les sphères financières</b> .....	79
2.1. L'affaiblissement du modèle et le début des réformes basées sur la logique anglo-saxonne .....	79
2.2. L'accroissement du rôle des marchés boursiers .....	82
2.3. Le nouveau rôle des banques.....	88
<b>3. Des structures d'actionnariat en voie de mutation</b> .....	94
3.1. Les investisseurs institutionnels, nouveau sujet en Asie.....	95
3.2. La place des trois grands types d'acteurs institutionnels .....	103
3.3. Les configurations actionnariales asiatiques en 2006 .....	113
<b>Conclusion du chapitre</b> .....	119
<b>CHAPITRE 3</b> .....	121
<b>LE CHANGEMENT DE LA GOUVERNANCE D'ENTREPRISE COMME PROCESSUS DE CHANGEMENT INSTITUTIONNEL</b> .....	121
<b>Introduction</b> .....	122
<b>1. Les fondements des approches institutionnalistes</b> .....	124
1.1. La logique du changement institutionnel pour l'étude de l'évolution de gouvernance.....	124
1.2. Les conceptions de l'institution.....	125
1.3. De l'institutionnalisme traditionnel aux trois branches du néo-institutionnalisme.. .....	128
<b>2. L'hybridation et les transformations de la gouvernance</b> .....	133
2.1. Le processus d'hybridation : l'émergence d'un modèle original .....	133
2.2. Les différentes conceptions du changement institutionnel .....	137
2.2.1. Le principe d'efficacité .....	138
2.2.2. La politique et l'action collective.....	140
2.2.3. L'explication par la Path Dependence.....	143
2.2.4. La sédimentation et la conversion .....	145
2.2.5. Les complémentarités institutionnelles .....	148

2.3.	La schématisation du concept d'hybridation à partir des conceptions du changement institutionnel.....	150
<b>3.</b>	<b>Les enseignements pour l'analyse des changements de la gouvernance d'entreprise .</b>	
	.....	152
3.1.	L'échec des transferts institutionnels .....	153
3.2.	L'importance du gradualisme.....	154
3.3.	L'évolution endogène.....	156
3.4.	La complexité institutionnelle .....	158
	<b>Conclusion du chapitre .....</b>	<b>161</b>
	<b>CHAPITRE 4.....</b>	<b>163</b>
	<b>L'ANALYSE EMPIRIQUE DE LA TRANSITION DES MODELES DE GOUVERNANCE : VERS DES MODELES HYBRIDES .....</b>	<b>163</b>
	<b>Introduction .....</b>	<b>164</b>
<b>1.</b>	<b>L'analyse du changement actuel de la gouvernance : trois modèles d'hybridation ...</b>	
	.....	166
1.1.	Méthode et données.....	166
1.2.	Les trois scénarios du changement de la gouvernance.....	168
1.3.	Analyse empirique et résultats : la diversité de la gouvernance hybride .....	170
<b>2.</b>	<b>La caractérisation des trois modèles hybrides.....</b>	<b>174</b>
2.1.	L'hybridation transparente US mais contrôle familial.....	175
2.2.	L'hybridation forcée.....	184
2.3.	L'hybridation endogène US .....	204
<b>3.</b>	<b>L'analyse économétrique des facteurs qui influent sur les modèles de gouvernance ..</b>	
	.....	213
3.1.	Echantillon et données .....	214
3.2.	Présentation des résultats des estimations.....	219
	<b>Conclusion du chapitre .....</b>	<b>227</b>
	<b>CONCLUSION GENERALE .....</b>	<b>230</b>
	<b>Bibliographie.....</b>	<b>237</b>

<b>Annexes .....</b>	<b>261</b>
<b>Table des graphiques, figures et tableaux .....</b>	<b>291</b>
<b>Table des matières .....</b>	<b>297</b>