



**GREThA**

Groupe de Recherche en  
Économie Théorique et Appliquée

---

## **Crises et transformation des modèles de gouvernance d'entreprise en Asie**

***Ji-Yong LEE***

*GREThA, CNRS, UMR 5113  
Université de Bordeaux*

*&*

*ESC Bretagne Brest*

***Cahiers du GREThA  
n° 2011-37***

---

**GREThA UMR CNRS 5113**

Université Montesquieu Bordeaux IV

Avenue Léon Duguit - 33608 PESSAC - FRANCE

Tel : +33 (0)5.56.84.25.75 - Fax : +33 (0)5.56.84.86.47 - [www.gretha.fr](http://www.gretha.fr)

---

## Crises et transformation des modèles de gouvernance d'entreprise en Asie

### Résumé

*Cet article a pour objectif de présenter les transformations intervenues dans des modèles de gouvernance d'entreprise en Asie depuis la crise de 1997. Les analyses concernent quatorze pays d'Asie et portent sur la période 1997-2006. Dans cette étude, il ressort que les changements profonds introduits sont liés à l'essor des marchés boursiers, le nouveau rôle des banques ainsi que la montée en puissance des investisseurs institutionnels. La capitalisation boursière et le nombre de sociétés cotées en bourse ne cessent d'augmenter. Les banques s'adaptent au nouveau contexte financier à travers une diversification de l'activité. La structure du capital des entreprises cotées se déconcentre lentement. L'accroissement important du poids des investisseurs institutionnels laisse penser à une possible convergence vers un modèle caractérisé par l'actionnariat dispersé. Pourtant, nous montrerons la variété de modèles de configurations actionnariales dans cette région.*

**Mots-clés :** Gouvernance d'entreprise; Transformation des modèles asiatiques; Investisseurs institutionnels; Crise asiatique.

## Crisis and transformation of corporate governance models in Asia

### Abstract

*The objective of this paper is to present the transformations of corporate governance in Asia since the crisis of 1997. The analysis deals with 14 Asian countries during the period of 1997-2006. The important changes include the development of stocks markets, the new role of banks and the rise of institutional investors. There is a incessant increase in the market capitalization and the number of listed companies on the stock markets. Banks adjust to the new financial environment through diversification of their activities. The capital structure of listed companies is slowly diluted. The significant increase in the participation of institutional investors suggests a possible convergence to a model characterized by dispersed ownership. However, we will show the variety of ownership structure forms in this region.*

**Keywords:** Corporate governance; Transformation of Asian corporate governance; Institutional investors; Asian Crisis.

**JEL:** G20, G34, N25

**Reference to this paper:** LEE Ji-Yong (2011) **Crises et transformation des modèles de gouvernance d'entreprise en Asie**, *Cahiers du GREThA*, n°2011-37.

<http://ideas.repec.org/p/grt/wpegrt/2011-37.html>

## 1. INTRODUCTION

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. Nous pouvons dégager traditionnellement deux grands types de modes de gouvernance dans la littérature: le modèle « *outsider/market-based* » opposé au modèle « *insider/blockholder* ». Dans le premier, les marchés financiers sont très développés. Le contrôle des entreprises s'exerce principalement de manière externe à travers le marché avec des actionnaires dispersés et surtout les investisseurs institutionnels. Dans le second modèle, il s'agit de contrôle interne. C'est le contrôle qui s'exerce lorsque les marchés sont peu développés et le capital des firmes est détenu par des actionnaires majoritaires, seuls ou à plusieurs.

Selon l'analyse comparative de la gouvernance, il est d'usage de classer l'Asie parmi les systèmes *insider/blockholder*. 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 (Zhuang *et al.*, 2000; La Porta *et al.*, 1998, 1999; Claessens *et al.*, 1999a, 1999b). Des systèmes financiers ont longtemps été dominés par les banques, aboutissant à des marchés financiers peu développés. Depuis le début du développement économique, 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.

Si ces catégories persistent en partie, les économies asiatiques ont subi une évolution importante depuis la crise asiatique financière de 1997. 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. L'objet de cet article est de présenter les changements intervenus après la crise de 1997. Les données mobilisées pour notre analyse concernent quatorze 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. 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 rencontrées après la crise de 1997 mais avant la crise des *subprimes* de 2007.

Après avoir montré les caractéristiques traditionnelles de la gouvernance et des systèmes financiers avant la crise de 1997, la deuxième section est consacrée à une analyse des transformations au sein des trois domaines liés à la gouvernance. Il s'agit du rôle accru des marchés boursiers et du nouveau rôle des banques ainsi que de la modification des structures d'actionnariat. La question d'une éventuelle convergence des modèles de gouvernance d'entreprise est posée avant de finir par quelques remarques pour conclure.

## 2. LES CARACTERISTIQUES DE LA GOUVERNANCE EN ASIE AVANT LA CRISE DE 1997

Afin d'évaluer les changements apportés dans la structure de la gouvernance, cette section vise à présenter une description stylisée des systèmes précédents de gouvernance et du système financier. La haute concentration de la propriété est une caractéristique que partagent tous les pays de la région. Des systèmes financiers ont longtemps été organisés autour des banques.

## 2.1. La prédominance des actionnaires de contrôle

En Asie, des grands actionnaires contrôlaient la plupart des sociétés à l'exception du Japon. Le tableau 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 les pays comme Hong-Kong, l'Indonésie et Taiwan, la grande majorité des sociétés cotées en bourse était principalement dominée par des familles (Claessens *et al.*, 1998, 1999a). Dans certains cas, l'État demeurait un important actionnaire de contrôle. 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.). Notamment, en Chine, à Singapour et en Malaisie, la propriété d'État était prédominante pour un très grand nombre de sociétés.

**Tableau 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

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

*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.

Ainsi, dans de nombreux pays le principal conflit d'intérêt se situe entre les actionnaires dominants 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. 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). Ceux-ci 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 sur les flux de trésorerie en Asie. 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.

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

Le système financier reposait essentiellement sur l'activité des banques. La capitalisation boursière était assez faible en comparaison des pays anglo-saxons sauf Hong Kong et Singapour. 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. En comparaison avec les économies industrialisées, les entreprises familiales cotées en bourse ont été plus répandues et pour maintenir le contrôle de l'actionnaire majoritaire, un nombre important d'entreprises ne sont que partiellement cotées. Les investisseurs institutionnels étaient bien moins importants sur les marchés d'actions en Asie qu'aux États-Unis, en Europe ou en Australie (Adams, 2008; IMF, 2006). 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 a limité 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.

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*<sup>1</sup> par des banques nationalisées (Zhuang *et al.*, 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. 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. 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).

## **3. CHANGEMENTS SIGNIFICATIFS APRÈS LA CRISE**

Durant les années 1960-1990, les excellentes performances de l'Asie ont suscité beaucoup d'intérêt mais la crise a bouleversé tout le paysage financier asiatique. Dès lors, la structure de gouvernance et les systèmes financiers dans l'ensemble des pays ont connu une profonde transformation, ce qui tend vers un affaiblissement des caractéristiques traditionnelles que nous

---

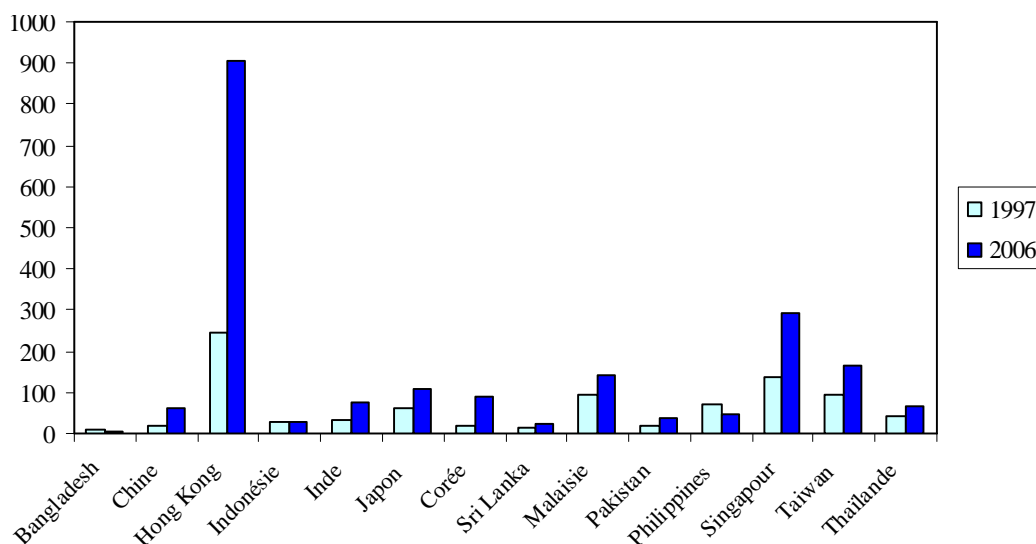
<sup>1</sup> Les *chaebols* sont "des groupes constitués de multiples entreprises industrielles et commerciales dont la propriété est concentrée dans les mains de la famille fondatrice du groupe et dont les activités sont très diversifiées" (p.35, Lee, 2005).

avons vues dans la section précédente. Nous nous attacherons dans cette section à examiner ce processus. Il s'agira de montrer l'importance croissante des marchés boursiers et le rôle des banques plus complexe qu'il ne l'était avant la crise. Nous monterons ensuite la montée en puissance des investisseurs institutionnels dans le capital des groupes asiatiques.

### 3.1 L'accroissement du rôle 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, la surveillance du marché et l'application des règles en vigueur. Même si l'Asie recouvre des marchés boursiers de nature et de maturités très différentes, quasiment toutes ces places boursières ont enregistré des progressions avec des hausses importantes des capitalisations (Graphique 1). Bien que le système bancaire occupe une place significative dans l'économie, 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 (Beck et Hussainy, 2008). 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. 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. 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, 2006).

Graphique 1 : Capitalisation boursière/PIB (%) (1997 et 2006)



Source: Beck et Hussainy (2008)

La croissance des marchés d'action s'accompagne de l'augmentation des flux de capitaux avec notamment une préférence marquée pour la Chine. 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).

**Tableau 2 : Flux de capitaux privés dans les pays émergents (en milliard de dollars)<sup>2</sup>**

	Flux de capitaux privés			
	2004	2005	2006	2007
Marchés émergents	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 2007b) et IIF (2008)

L'évolution des flux des capitaux vers les pays asiatiques 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 (IMF, 2006). 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.

Les investisseurs internationaux jouent désormais un rôle important dans cette région. Ils sont concentrés sur les marchés comme la Corée et Hong Kong. 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% entre 2000 et 2006 (Lee, 2009). En 2006, dans certains pays comme la Corée, l'Inde, les Philippines et Singapour, ils détiennent plus de la moitié des parts des investisseurs étrangers.

### **3.2 Le nouveau rôle des banques**

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 d'actifs<sup>3</sup>, le montage d'émission 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. Les banques dans cette zone participent activement au commerce de titres,

<sup>2</sup> Chine, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Corée et Thaïlande.

<sup>3</sup> Dans notre article, les expressions «gestion d'actifs» et «gestion de portefeuille» représentent l'activité des investisseurs institutionnels.

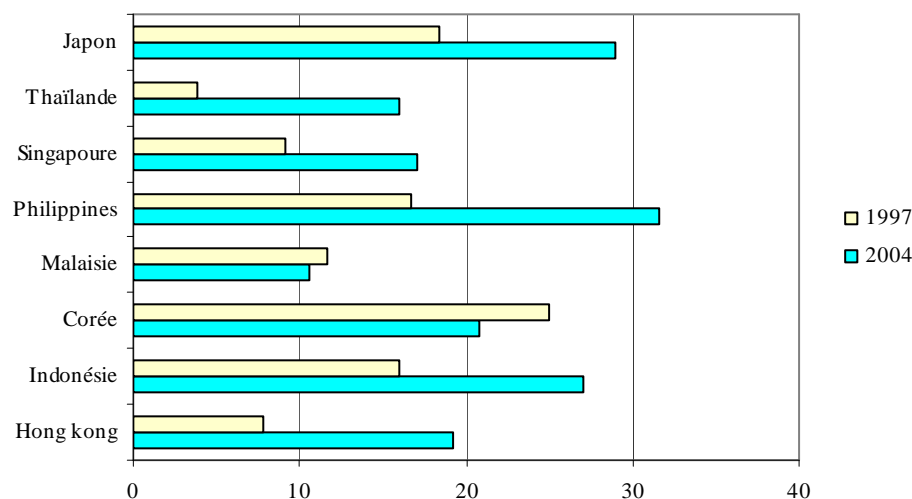


aux transactions de devises étrangères, au crédit-bail et aux activités relatives au domaine des assurances.

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 fusion de *Bank of the Philippine Islands* et d'*Ayala Insurance* constitue la première réalisation complète d'une banque et d'un groupe d'assurance dans l'Asie du sud-est. 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 illustre l'accroissement de la valeur des titres détenus par les banques. 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 Singapore* 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 : Les titres de placement au total des actifs de banques commerciales (%)**



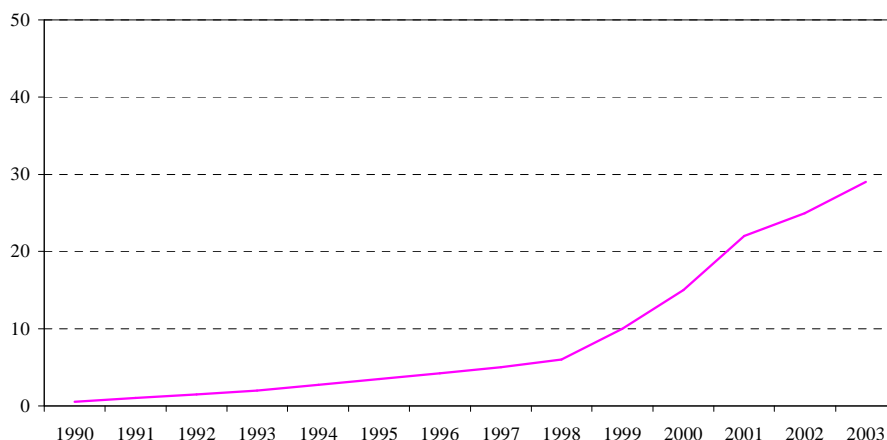
Source: Lee et Park (2008)

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 institutions financières 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 3 : M&A dans le secteur financier (en milliards de dollars)**



Source: Hirano (2003)

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.

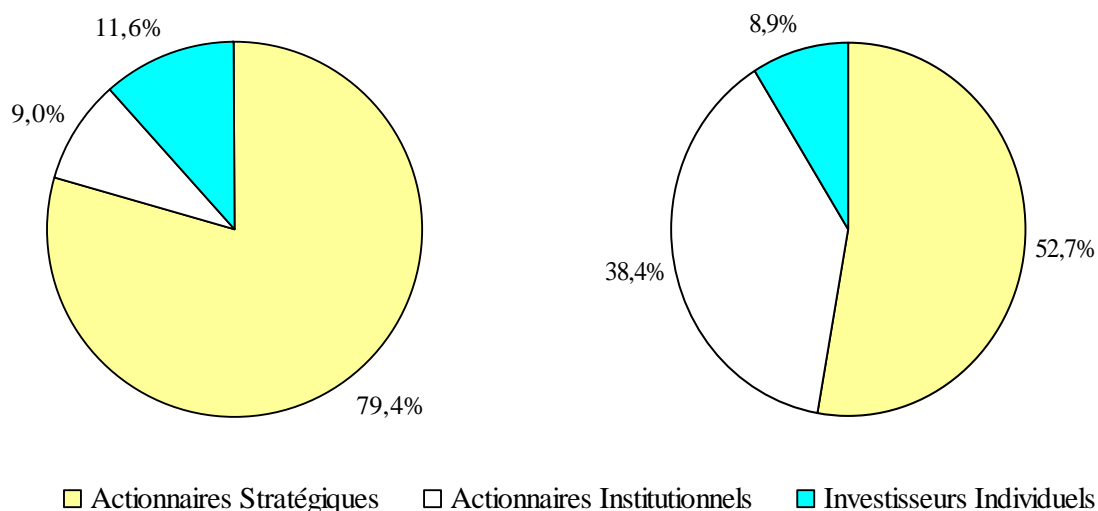
### **3.3 Les investisseurs institutionnels, nouveau sujet en Asie**

La modification de la structure de propriété constitue un autre changement significatif depuis la crise. C'est en effet à cette période que les actionnaires de contrôle des entreprises cotées ont décidé d'ouvrir le capital aux nouveaux actionnaires. Afin de préciser les mutations intervenues dans les configurations actionnariales, nous utilisons un échantillon de 11 147 investisseurs gérant 2 257 283 milliards de dollars en 2006<sup>4</sup>. Notre analyse fait apparaître que l'une des évolutions centrales de la structure de l'actionariat de la dernière décennie est sans doute l'accroissement du poids des investissements institutionnels (Figure 1). Les actionnaires institutionnels détiennent désormais plus de 40% de la capitalisation dans dix pays<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> 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. 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.

<sup>5</sup> Sauf Taiwan, Indonésie, Chine, Hong-Kong.

Figure 1 : Poids des actionnaires stratégiques et des actionnaires institutionnels<sup>6</sup> 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 vieillissement 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, à la suite du 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 des investisseurs institutionnels 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.

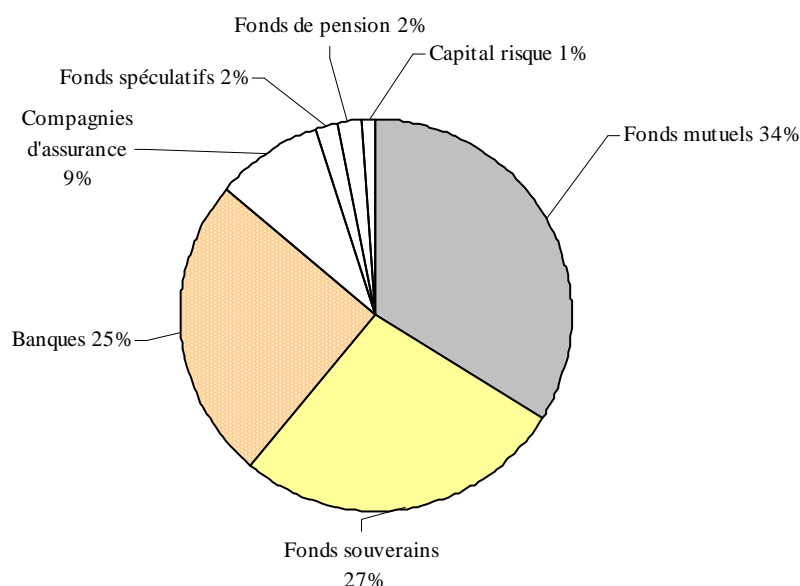
<sup>6</sup> Les investisseurs stratégiques représentent les actionnaires plaçant leur argent dans le but de détenir des parts stratégiques dans le capital des firmes et non pour gérer des actifs pour des tiers. Il s'agit des sociétés industrielles, des banques, des compagnies d'assurance ainsi que les 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.

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).

Parmi les investisseurs institutionnels, les principaux investisseurs en valeur sont deux fonds souverains (*SAFE Investment Company* et *Temasek Holding*). Les montants gérés des actifs par les fonds souverains ne cessent de progresser : de 10 974 à 83 488 millions de dollars entre 1997 et 2006 (+ 660 %). 27% des actifs sont détenus par ces acteurs derrière les fonds mutuels (34%) dans la capitalisation totale des investisseurs institutionnels (Figure 2).

Figure 2 : 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. 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. Selon notre observation, 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.

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

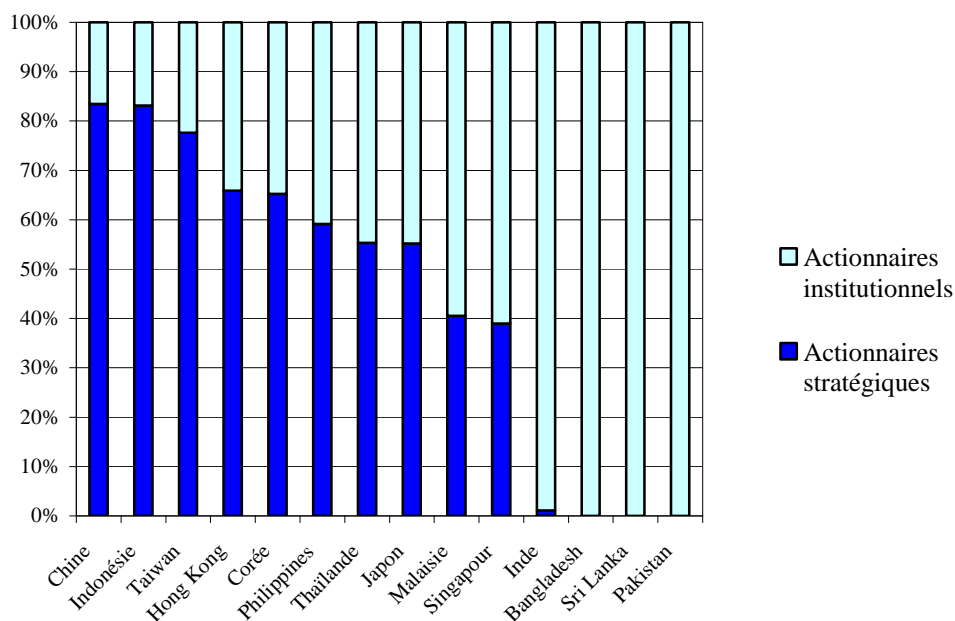
dynamique de pénétration des grands groupes américains est notamment liée à la présence des filiales américaines de gestion de portefeuille.

Notre analyse permet également de donner un bon éclairage de l'implication des banques (25% de la valeur détenue, figure 2) dans la nouvelle activité financière, via leur filiale de gestion d'actifs. Comme nous l'avons évoqué précédemment, le nouveau rôle des banques 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 de portefeuille. Même si leur rôle a changé, nous constatons 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.

#### **4. La convergence des modèles de gouvernance?**

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. Selon la typologie des investisseurs, 42% de la valeur sont détenues par des entreprises qui sont forcément liées aux participations des entreprises familiales et des grandes entreprises de type conglomérat (annexe 1). Cela veut dire que les structures actionnariales dans cette région sont encore assez éloignées du modèle *outsider/market-based*. Les pays comme la Chine (83%), l'Indonésie (83%) Taiwan (77%) et Hong Kong (66%) se trouvent dans une structure de propriété stratégique (Graphique 4). 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 4 : La structure actionnarial en Asie (%) (2006)

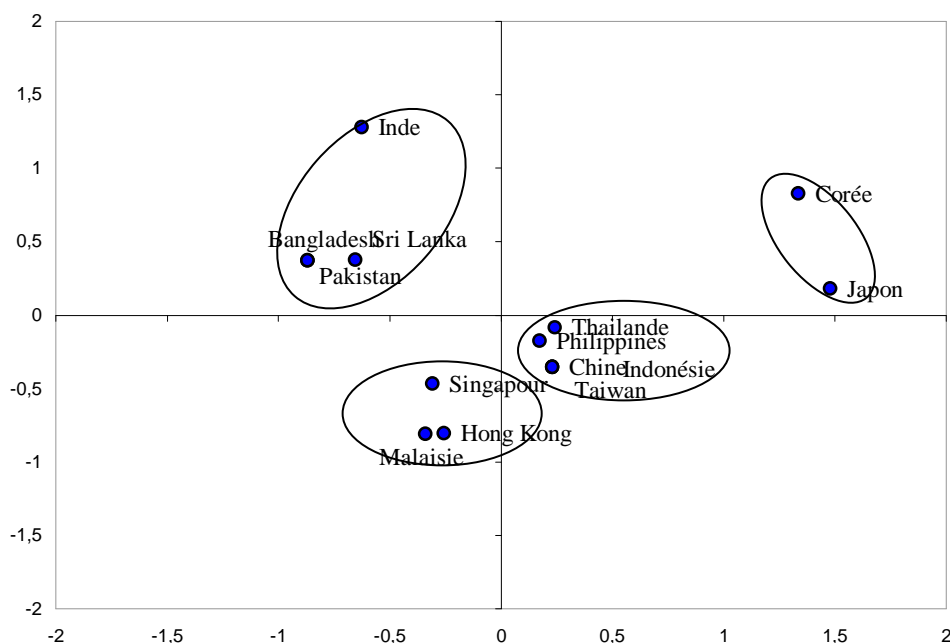


Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

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<sup>7</sup> va nous permettre de caractériser les modèles asiatiques de la gouvernance. 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 trois dimensions suivantes (annexe 3): 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 ; la troisième concerne les spécificités par pays en termes de type d'investisseurs.

<sup>7</sup> Les axes factoriels figurant sur les représentations en annexe 2 sont des combinaisons des modalités des variables utilisées dans l'analyse.

Graphique 5 : 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 investisseurs 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% et 87% sauf les Philippines) et de la participation des entreprises (entre 50% et 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.

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.

Ces analyses de données ont conduit à appréhender les principaux modèles de configurations actionnariales au sein de l'Asie. Le rôle croissant des investisseurs institutionnels dans les structures actionnariales transforme la vision traditionnelle de la gouvernance asiatique. Cependant, ce modèle manifeste plusieurs formes distinctes de configurations actionnariales.

## 5. CONCLUSION

La dernière décennie est le témoin de changements importants dans la gouvernance d'entreprise en Asie. Les marchés boursiers jouent de plus en plus un grand rôle dans l'ensemble des activités de financement. Le poids des actionnaires institutionnels dans le capital des entreprises s'accroît. Cette place accrue des investisseurs institutionnels s'est évidemment accompagnée d'une modification assez profonde dans la structure de propriété. La part des actionnaires stratégiques est devenue beaucoup moins importante après la crise. 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.

Ces transformations en Asie par rapport aux caractéristiques traditionnelles laissent entrevoir une convergence des modèles de gouvernance vers le modèle « *outsider/market-based* ». Cependant, notre étude a montré que les pays ne suivent pas un seul modèle homogène. Nous avons mis en avant les diverses configurations actionnariales dans cette région. Car la pénétration des investisseurs institutionnels se retrouve dans les différentes configurations de chaque pays qui conservent leurs structures précédentes. Ces observations ne permettent pas d'affirmer la convergence entre les modèles de gouvernance.



## REFERENCES

- Adams C., 2008, « Emerging East Asian Banking Systems Ten Years after the 1997/1998 Crisis », Working Paper Series on Regional Economic Integration, N° 18, Manila, Philippines.
- Beck T., Hussainy E.A., 2008, *Financial Structure Dataset*, Washington DC, The World Bank.
- Boubel A., Pansard F., 2004, *Les investisseurs institutionnels*, Paris, La Découverte.
- Bouissou J.M., Hochraich D., Milelli C., 2003, *Après la crise : Les économies asiatiques face aux défis de la mondialisation*, Clamecy, Karthala.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., 1999a, « Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia », World Bank Policy Research Working Paper Series, N° 2088.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L., 1999b, « **Who Controls East Asian Corporations?** », World Bank Policy Research Working Paper Series, N° 2054.
- Claessens S., Djankov S., Lang L., 1998, « East Asian corporations: growth, financing and risks over the last decade », mimeo, The World Bank.
- Claessens S., Djankov S., Lang L., 2000, « The separation of ownership and control in East Asian corporations », *Journal of Financial Economics*, vol.58, N°1-2, pp.81-112.
- Dupuy C., Lavigne S., 2009, « La crise de l'hégémonie financière américaine : vers l'émergence d'un nouvel équilibre mondial », in Dupuy C., Lavigne S. (dir.), *Géographies de la finance mondialisée*, La Documentation Française, pp.49-65.
- Dyck A., Zingales L., 2004, « Private Benefits of Control: An International Comparison », *Journal of Finance*, vol.59, N° 2, pp.537-600.
- 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.
- IIF (Institute of International Finance), 2008, « Capital Flows to Emerging Markets Economies ».
- IMF, 2006, « Asian Equity Markets: Growth, Opportunities, and Challenges », IMF Working Paper, Asia and Pacific Department and Monetary and Capital Markets Department.
- IMF, 2007a, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, April, Washington, DC, International Monetary Fund.
- IMF, 2007b, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, October, Washington, DC, International Monetary Fund.
- 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.

- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., 1999, « Corporate Ownership around the World », *Journal of Finance*, vol.54, N° 2, pp.471-517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W., 1998, « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol.106, N° 6, pp.1113-1155.
- Lee J. Y., 2009, « Le maintien de la diversité du capitalisme en Asie », in Dupuy C., Lavigne S. (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.
- Lee J.W., Park C.Y., 2008, « Global Financial Turmoil: Impact and Challenges for Asia's Financial Systems », Working Paper Series on Regional Economic Integration, N°18, Manila, Philippines, Asian Development Bank.
- McCauley R., 2008, « Managing Recent Hot Money Flows in Asia », ADBI Discussion Paper, N°99.
- Nitta K., 2008, « Corporate Ownership Structure in Japan: Recent Trends and Their Impact », NLI Research Institute, Financial Research Group, Japan.
- Shleifer A., Vishny R. W., 1997, « A Survey of Corporate Governance », *Journal of Finance*, vol.52, N° 2, pp.737-783.
- World Bank, 1993, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy*, New York, Oxford University Press.
- Zhuang J., Edwards D., Webb D., Capulong Ma-V., 2000, *Corporate Governance and Finance in East Asia: A Study of Indonesia, Republic of Korea, Malaysia, Philippines, and Thailand*, vol. 1, Manila, Philippines, Asian Development Bank.

## ANNEXE 1

### La détention des actions en Asie selon le type d'investisseurs (%) (2006)

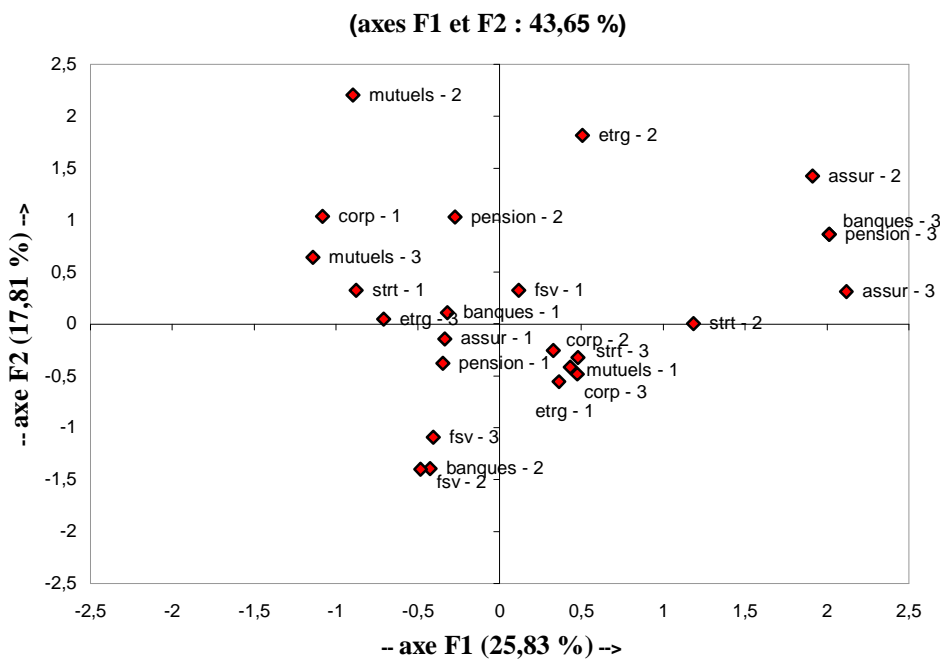
	%/ Total
Fonds Souverains	10,44%
Fonds Spéculatifs	0,73%
Fonds Mutuels	13,14%
Banques	9,43%
Compagnies d'assurance	3,24%
Fonds de Pension	0,68%
Capital-risque	0,29%
Autres	1,20%
<b>Total Investisseurs Institutionnels</b>	<b>38,40%</b>
Banques	5,55%
Entreprises	41,95%
État et Entités Publiques <sup>8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

<sup>8</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.

## ANNEXE 2

Graphique symétrique des modalités (axes F1 et F2)



## ANNEXE 3

Les variables de l'analyse des correspondances multiples

Pays	Fonds							
	Actionnaires stratégiques	Actionnaires nationaux	Fonds de pension	Compagnies d'assurance	Fonds mutuels	Banques	Fonds souverains	Entreprises
Chine	83,4%	87,4%	0,2%	0,0%	8,6%	5,0%	5,4%	77,6%
Hong Kong	65,8%	41,1%	0,2%	0,3%	7,7%	13,0%	22,5%	41,3%
Indonésie	82,9%	75,5%	0,2%	0,4%	8,7%	8,0%	0,0%	48,0%
Inde	1,1%	68,2%	0,6%	1,5%	63,7%	8,5%	2,6%	1,0%
Japon	55,0%	79,0%	1,0%	9,1%	10,5%	25,0%	0,0%	42,9%
Corée	64,3%	64,7%	1,3%	4,0%	22,9%	17,1%	0,3%	30,6%
Malaisie	40,5%	77,6%	0,4%	2,1%	22,9%	21,0%	11,9%	32,7%
Philippines	58,1%	20,4%	0,2%	0,9%	33,1%	5,2%	0,0%	56,5%
Singapour	38,9%	73,6%	0,4%	0,6%	14,8%	8,0%	35,5%	28,4%
Taiwan	77,0%	81,0%	0,5%	2,0%	12,7%	7,0%	0,0%	57,9%
Thaïlande	55,3%	58,1%	0,7%	1,6%	9,8%	7,9%	0,6%	48,5%
Bangladesh	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Pakistan	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Sri Lanka	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Source : Thomson Reuters, calcul de l'auteur

---

## **Cahiers du GREThA**

### **Working papers of GREThA**

---

#### **GREThA UMR CNRS 5113**

Université Montesquieu Bordeaux IV  
Avenue Léon Duguit  
33608 PESSAC - FRANCE  
Tel : +33 (0)5.56.84.25.75  
Fax : +33 (0)5.56.84.86.47

<http://gretha.u-bordeaux4.fr/>

---

#### **Cahiers du GREThA (derniers numéros)**

- 2011-23 : MOYES Patrick, *Comparisons of Heterogeneous Distributions and Dominance Criteria*
- 2011-24 : BECUWE Stéphane, BLANCHETON Bertrand, *Politique commerciale et croissance entre 1850 et 1913, Synthèse critique des contributions*
- 2011-25 : PETIT Emmanuel, TCHERKASSOF Anna, GASSMANN Xavier, *Anticipated regret and self-esteem in the Allais paradox*
- 2011-26 : BONNEFOND Céline, CLEMENT Matthieu, *An analysis of income polarization in rural and urban China*
- 2011-27 : FRIGANT Vincent, *Egyptian pyramid or Aztec pyramid: How should we describe the industrial architecture of automotive supply chains in Europe?*
- 2011-28 : BEN MIM Sami, MABROUK Fatma, *Transferts des migrants et croissance économique : quels canaux de transmission ?*
- 2011-29 : MABROUK Fatma, *Migration de retour, de la théorie à la pratique*
- 2011-30 : MOYES Patrick, GRAVEL Nicolas, *Utilitarianism or Welfarism: Does it Make a Difference?*
- 2011-31 : BROUILLAT Eric, *Durability of consumption goods and market competition: an agent-based modelling*
- 2011-32 : BONIN Hubert, *En quête des étapes de renouveau de l'esprit d'entreprise français dans les années 1950-2000*
- 2011-33 : MONTALBAN Matthieu, RAMIREZ-PEREZ Sigfrido, SMITH Andy, *EU Competition Policy Revisited: Economic Doctrines Within European Political Work*
- 2011-34 : FRIGANT Vincent, *Three uncertainties looming over the European auto industry*
- 2011-35 : MOYES Patrick, *Rearrangements and Sequential Rank Order Dominance. A Result with Economic Applications*
- 2011-36 : MOYES Patrick, GRAVEL Nicolas, *Ethically Robust Comparisons of Bidimensional Distributions with an Ordinal Attribute*
- 2011-37 : LEE Ji-Yong, *Crises et transformation des modèles de gouvernance d'entreprise en Asie*