

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

Joon Tae LEE

Université de Toulouse 1

Classification JEL : G32

Correspondance :

25, Boulevard des Minimes, Bâtiment F

31200 Toulouse

E-mail : joontaelee@yahoo.com

Résumé : L'objet de cet article est d'étudier la relation entre la structure actionnariale et la performance dans le cas des grands groupes coréens, caractérisés par une structure à contrôle minoritaire. Les résultats, obtenus à partir d'un échantillon de 29 grands groupes coréens sur la période 1990-1996, indiquent que l'impact positif supposé de l'actionnariat familial sur la performance n'est confirmé que pour un certain niveau de la concentration actionnariale.

Mots clés : actionnariat familial – performance – structure à contrôle minoritaire – *chaebol*.

Abstract : The object of this article is to study the relation between the ownership structure and the performance in the case of the Korean business groups characterized by a controlling-minority structure. The results, obtained from a sample of 29 Korean business groups over the 1990-1996 period, indicate that the supposed positive impact of family ownership on performance is confirmed only at a certain level of ownership concentration.

Key words : family ownership – performance – controlling minority structure – *chaebol*.

* L'auteur tient à remercier Christine Pochet pour ses précieux conseils, ainsi que les deux rapporteurs anonymes de la revue pour leurs remarques et suggestions. Il reste seul responsable des erreurs éventuelles.

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

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

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

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

problème d'agence classique est transformé en un conflit d'intérêts entre les actionnaires dominants internes (*insiders*) et les actionnaires minoritaires externes (*outsiders*) (Hamon, 2001).

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

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

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

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

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

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

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

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

Tableau 1 – Part de propriété intra-groupe des 30 plus grands chaebols (unité %)

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

Source : Korea Fair Trade Commission

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

Plusieurs procédés permettent aux familles fondatrices de conserver le pouvoir de contrôle sur les entreprises du *chaebol* bien que ces familles soient minoritaires dans le capital. Elles contrôlent le capital des entreprises affiliées par diverses méthodes. Premièrement, la fondation¹ constituée par le *chaebol* possède des actions des firmes affiliées.

¹ Les *chaebols* créent des fondations culturelles (musée, théâtre, etc.) et éducatives (université, lycée, etc.) dans le but d'améliorer leur image, mais ils les utilisent souvent comme moyen de gérer les successions, de gouverner les filiales et en vue d'éviter la taxe successorale. Cette fondation est comparable à la fondation hollandaise qui permet

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

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

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

Source : People's Solidarity for Participatory Democracy² (1999)

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

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

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

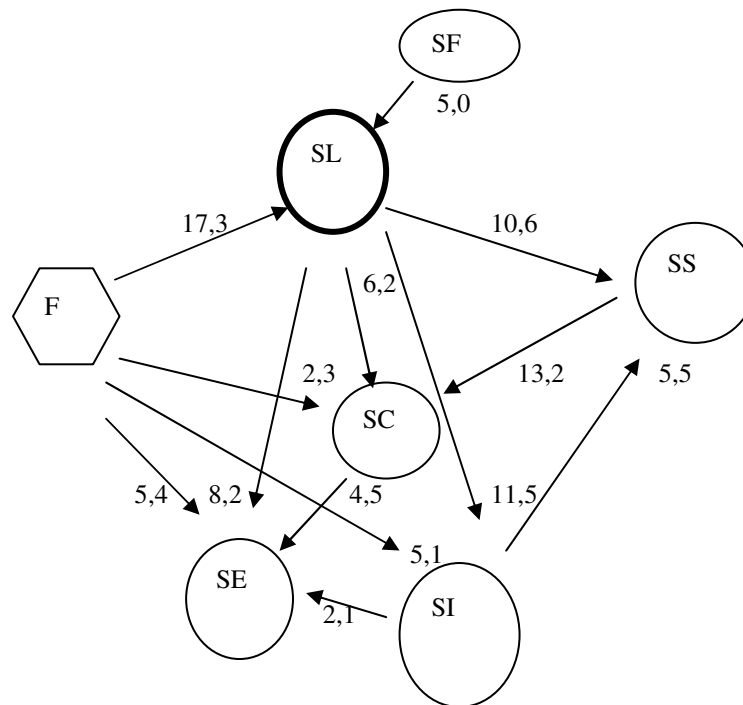
d'assurer une défense adéquate des intérêts des dirigeants. En Hollande, il est possible d'émettre des actions prioritaires au profit d'une fondation contrôlée par les dirigeants et qui a le droit exclusif de nommer les dirigeants et de changer les statuts (Hamon, 2001).

² Organisation non gouvernementale coréenne.

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

structure de propriété du groupe *Samsung* bâti autour de *Samsung Electronics*. Alors que la famille détient directement 5,4 % du capital de cette entreprise, elle contrôle 20,2 % du capital à travers *Samsung Life*.

Figure 1 – Structure actionnariale du Groupe *Samsung* (% de capital)



F : Famille, SF : Samsung Foundation, SL : Samsung Life, SE : Samsung Electronics, SS : Samsung Security, SC : Samsung Corporations, SI : Samsung Insurance.

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

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

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

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

1.2. Hypothèses

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

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

De plus, si nous identifions le dirigeant avec l'actionnaire dominant, la liaison entre l'actionnariat managérial (*management ownership*) et la performance est formalisée de différentes manières. Nous distinguons trois conceptions principales : la thèse de la convergence d'intérêts, la

thèse de l'enracinement et la thèse de la neutralité (Morck et *al.*, 1988 ; Charreaux, 1997). Selon la première thèse, les intérêts des dirigeants s'alignent sur l'objectif traditionnel de maximisation de la valeur lorsque le pourcentage de capital détenu par les dirigeants est important (Charreaux, 1997, p. 55-56). Il existe donc une relation positive entre l'actionnariat managérial et la performance. Par contre, la deuxième thèse soutient que les dirigeants qui possèdent une majorité solide du capital, échappent à tout contrôle et peuvent ainsi gérer dans une optique contraire à la maximisation de la valeur (Charreaux, 1997, p. 55-56). Dans ces conditions, la valeur peut être négativement influencée dans certaines zones de propriété managériale élevée (Morck et *al.*, 1988). Selon la thèse de la neutralité, la structure de propriété est déterminée en fonction des conditions externes entourant la firme. L'actionnariat, étant endogène, n'exercerait pas d'influence sur la performance (Demsetz et Lehn, 1985).

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

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

À présent, nous analysons théoriquement la liaison structure de propriété-performance. L'actionnaire de contrôle s'engage dans des activités pour son propre intérêt (générant des bénéfices privés ; B) en utilisant son pouvoir de contrôle, ce qui entraîne des coûts pour l'entreprise. La diminution du profit (π) du fait de ces coûts entraîne la diminution des dividendes de l'actionnaire dominant $\alpha(\pi-B)$, avec α représentant le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire dominant. Dans ce cas, la probabilité que l'actionnaire dominant s'engage

dans des activités opportunistes qui réduisent le profit, est toujours égale à 1 car la somme des bénéfices privés de l'actionnaire dominant et de ses dividendes $[B+\alpha(\pi-B)]$ est toujours plus élevée que ses dividendes calculés sur la totalité du profit π , soit $\alpha\pi$.

$$B + \alpha(\pi - B) > \alpha\pi$$

$$B(1 - \alpha) > 0$$

Cette condition est toujours vérifiée.

À un faible niveau de propriété de l'actionnaire dominant, l'écart entre les bénéfices des deux types de comportement est plus important qu'à un niveau élevé de concentration actionnariale. Quand l'actionnaire dominant détient 100 % du capital, l'intérêt d'un comportement opportuniste disparaît. Plus la part de propriété de l'actionnaire dominant est faible, plus la probabilité d'un comportement opportuniste de l'actionnaire dominant, réduisant la performance, est grande. Par conséquent, la performance de la firme a un rapport positif avec le pourcentage de capital détenu par l'actionnaire dominant.

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

Pour analyser l'impact de la structure actionnariale sur la performance à travers la diversification, nous présentons le modèle de Bebchuk et *al.* (1999) qui explique le processus par lequel la différence entre les droits de contrôle et les droits aux flux de trésorerie influe sur la diversification et sur la performance. Dans la CMS, la part du capital (α) détenue par l'actionnaire dominant influe sur les coûts d'agence *via* le processus de décision en matière de diversification.

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

Quand il existe des bénéfices privés du contrôle (B), la valeur (la part publique) que les actionnaires peuvent partager selon leur participation au capital est de $(V-B)$. L'actionnaire dominant obtient donc

$\alpha(V-B)+B$ et paie αP pour les actifs. Dans cette situation, l'actionnaire dominant fait acquérir les actifs par sa firme si

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

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

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

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

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

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

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

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

Nous appliquons cette analyse au cas des groupes coréens dont la structure de l'actionnariat ressemble à la CMS. La famille du *chaebol* contrôle ses entreprises avec une petite part de propriété au moyen de la structure pyramidale, des participations circulaires et des actions à droits de vote différents. Nous remplaçons la part des droits aux flux de richesse de l'actionnaire dominant (α) par le pourcentage de capital directement détenu par la famille (OWNF). Nous supposons que plus ce pourcentage est faible, plus le groupe se diversifie et moins il est rentable (hypothèse 2).

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

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

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

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

2. Méthodologie

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

2.1. Composition de l'échantillon

Cette analyse utilise deux bases de données relatives aux groupes industriels coréens, l'une développée par la *Korea Information Service* et l'autre par la *Korea Fair Trade Commission*. L'échantillon comprend 29 des 30 plus grands groupes selon le classement de la *Korea Fair Trade Commission* en 1995⁴. Les 30 premiers groupes, occupant une position très importante dans l'économie coréenne, contiennent 613 firmes (20,4 firmes en moyenne) cotées et non cotées en 1995. Nous choisissons une durée de 7 ans, du commencement de la mondialisation (en 1990) à la veille de la crise financière (en 1996). Le choix de cette période d'étude est motivé par notre ambition de contribuer à apprécier les effets de la gouvernance d'entreprise coréenne, très critiquée et considérée comme une des causes de la crise financière de 1997, sur la performance.

2.2. Définition et opérationnalisation des variables

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

⁴ KFTC classe et surveille les 30 plus grands groupes coréens et annonce leurs informations chaque année. Nous ne retenons pas le groupe Kia dans notre échantillon car il n'est pas contrôlé familialement.

Performance (ROA, ROIC, ROS)

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

Actionnariat familial (OWNF)

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

sa famille et les cadres dirigeants⁵ du groupe dans les informations sur la structure actionnariale que KFTC publie chaque année.

Diversification (DIV)

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

$$DT = \sum_i P_i \ln (1/P_i)$$

où P_i représente la part du ième segment dans le chiffre d'affaires de la firme.

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

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

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

⁵ Nous incluons la part des cadres dirigeants car ils sont dépendants de la famille et aligneront leur comportement sur celui du chef de groupe.

Variables de contrôle

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

Nous considérons deux variables (la publicité et la dette) comme des variables représentatives des ressources, bien que, dans cette étude, nous n'insistons pas sur l'impact des ressources stratégiques sur la performance. Les investissements en ressources intangibles améliorent l'image du groupe, ce qui influe positivement sur la performance. La variable de publicité (AD) est mesurée par le montant des dépenses de publicité sur le chiffre d'affaires (Chang et Hong, 2000). Après la crise financière de 1997, les groupes coréens ont été critiqués pour leur surendettement qui a provoqué la faillite de certains groupes. Une dette excessive contraint l'accès du groupe à des ressources financières nouvelles, ce qui suggère un lien négatif avec la performance. La variable de dette (DEBT) est mesurée par le rapport entre les dettes totales et les capitaux propres (Chang et Hong, 2000 ; Gedajlovic et Shapiro, 2002).

3. Analyse empirique et résultats

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

Tableau 3 – Résultats synthétiques de régression

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

Note : + : le coefficient est positif et statistiquement significatif, - : le coefficient est négatif et statistiquement significatif, 0 : le coefficient n'est pas statistiquement significatif.

3.1. Impact de la concentration actionnariale sur la performance

Nous analysons l'impact de l'actionnariat sur la performance avec les modèles linéaires sans considération de l'interaction actionnariat-diversification. Les résultats de régression avec les différents indicateurs de performance sont identiques (tableau 4). Dans aucun cas, nous n'avons trouvé de lien entre la concentration de la propriété familiale et la performance. Les coefficients de OWNF sont négatifs, mais non significatifs, ce qui ressemble aux cas du Royaume-Uni, de la France et du Canada dans l'étude de Gedajlovic et Shapiro (1998). Ces résultats ne satisfaisant pas l'hypothèse 1 que nous avons suggérée, peuvent être interprétés comme une validation de la thèse de la neutralité évoquée dans les analyses de Charreaux (1997) et de Demsetz et Lehn (1985), selon laquelle toutes les structures de propriété variant systématiquement de façon à être compatibles avec l'objectif de maximisation de valeur, sont équivalentes.

Tableau 4 – Résultats des régressions

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

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

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

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

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

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

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

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

Nous observons que le coefficient de OWNF devient significatif quand nous introduisons la variable de l'interaction (OWNF*DIV) dans le modèle (tableau 5). Le coefficient de OWNF*DIV est positif et significatif, mais la variable de l'interaction propriété-diversification est corrélée avec la variable originale (OWNF). Quand nous enlevons la variable OWNF, la significativité diminue. Le coefficient de OWNF*DIV n'est significatif que dans le modèle où le ROS est la variable dépendante. Considérant ces résultats de régression sur les ter-

mes de l'interaction propriété-diversification, il est difficile d'en tirer une conclusion évidente.

Tableau 5 – Résultats des régressions

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

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

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

Dans les analyses précédentes, nous avons constaté que la structure de l'actionnariat n'a pas de relation avec la performance. Ceci signifie-t-il que, parmi les trois thèses concernant la liaison structure de propriété-performance que nous avons présentées dans la section 1, c'est la thèse de la neutralité qui est confirmée ? Ou bien, la liaison varie-t-elle localement selon la concentration actionnariale ? Nous analysons cette relation en détail dans cette sous-section avec la méthode de régression par morceaux utilisée par Morck et *al.*(1988)⁶.

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

⁶ Toutefois, l'analyse de Morck et *al.* considère principalement la valeur de marché (Q de Tobin) comme l'indicateur de la performance.

seuil, fixé à 25 %, correspond au niveau au-delà duquel une prise de contrôle inamicale ne peut réussir.

Notre étude utilise une méthode plus empirique que celle de Morck et *al.* pour déterminer ces seuils. Nous divisons les 28 groupes coréens⁷ en deux selon le critère du pourcentage moyen de capital détenu par la famille, soit 15 % (Groupe 1 : les groupes de concentration faible et Groupe 2 : les groupes de concentration élevée). Chaque sous-ensemble contient 14 groupes. Nous excluons le terme de l'interaction propriété/diversification (OWNF*DIV) pour appréhender la liaison propre entre l'actionnariat et la performance et retenons seulement le ROA comme variable dépendante dans ce modèle.

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

Groupe 1 :

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

$$\begin{matrix} (-2,28^{**}) & (1,89^*) \end{matrix}$$

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

Groupe 2 :

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

$$\begin{matrix} (2,11^{**}) & (-2,41^{**}) \end{matrix}$$

$$R^2 = 0,7422, F = 4,11^{***}, N = 98$$

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

Dans le Groupe 1 (les groupes les moins concentrés), la performance est une fonction en forme de U du pourcentage de capital détenu par la famille. La performance diminue jusqu'à un certain niveau, puis elle augmente avec le pourcentage de capital détenu par la famille. Pour le Groupe 2 (les groupes les plus concentrés), la tendance est inverse. Nous obtenons les points critiques en dérivant ces deux équations par rapport à OWNF. Dans la première équation, le profit est minimal pour une valeur de 9,94 % du pourcentage de capital détenu par la famille et dans la deuxième équation, le profit augmente jusqu'à

⁷ Nous excluons le groupe *Hanbo* de notre échantillon car la famille contrôlant ce groupe, détient 88,2 % de capital de son groupe, ce qui est largement éloigné de la moyenne de l'échantillon.

22,10 % de OWNF, puis diminue. Les deux seuils (10 % et 22 %) ⁸ de propriété correspondent à des points d'inflexion de la courbe de performance en fonction du pourcentage de capital détenu par la famille. Avec ces deux seuils critiques, nous analysons la relation entre structure de propriété et performance des groupes coréens par la méthode de régression par morceaux.

Le tableau 6 présente les résultats de la régression qui sont opposés à ceux de Morck et *al.* Le ROA diminue d'abord, puis augmente et diminue finalement lorsque le pourcentage de capital détenu par la famille s'élève. Plus précisément, les résultats indiquent une relation négative entre la part de propriété familiale et la performance dans la zone 0-10 %, positive dans la zone 10-22 % et négative dans la zone située au-delà de 22 %. Joh (2003) obtient des résultats analogues dans son étude sur les firmes coréennes.

Tableau 6 – Résultats de régression (variable dépendante : ROA) : méthode de régression par morceaux

Variabes	Modèle 1	Modèle 2	Modèle 3	Modèle 4	Modèle 5
OWNF10	-0,002* (-1,88)	-0,002** (-2,25)	-0,002** (-2,52)	-0,002** (-2,59)	-0,003*** (-2,89)
OWNF22	0,001 (1,29)	0,002*** (2,63)	0,002*** (2,65)	0,002** (2,40)	0,002** (2,42)
OWNF100	-0,001 (-0,72)	-0,002** (-2,58)	-0,002** (-2,25)	-0,002*** (-3,06)	-0,002*** (-2,71)
DIV	-	-	0,014 (1,60)	-	0,014* (1,69)
ASSETS	-	-0,007** (-2,18)	-0,009*** (-2,66)	-0,003 (-0,99)	-0,006 (-1,57)
RD	-	-	-	-1,016*** (-3,27)	-1,023*** (-3,31)
AD	-	1,097*** (2,80)	1,213*** (3,06)	1,139*** (2,99)	1,257*** (3,27)
DEBT	-	-0,001*** (-6,94)	-0,001*** (-7,14)	-0,001*** (-7,17)	-0,001*** (-7,40)
R ²	0,5243	0,6710	0,6761	0,6914	0,6969
F	6,23***	5,99***	6,09***	6,63***	6,76***

Note : Les valeurs de t sont entre parenthèses. *, **, *** correspondent à la significativité de la statistique au seuil de 10 %, 5 %, 1 % respectivement. OWNF10, OWNF22, OWNF100 représentent respectivement les zones où le pourcentage de capital représenté par les familles est de 0-10 %, 10-22 % et 22-100 %.

⁸ Selon les variables de contrôle introduites, les résultats de la régression et les points critiques sont un peu différents (le premier point critique ≈ 10 % et le deuxième point critique ≈ 20-22 %). Toutefois, ces points différents ne modifient pas le signe et la significativité statistique des coefficients de la régression par morceaux.

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

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

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

Conclusion

Nous avons analysé l'impact de la structure de l'actionnariat sur la performance des groupes coréens. La modélisation linéaire de la relation propriété-performance ne permet pas de mettre en évidence de relation significative entre structure de propriété et performance. En re-

vanche, avec une analyse non linéaire employant le modèle de la régression par morceaux, les résultats obtenus font apparaître une relation positive dans la zone intermédiaire et une relation négative dans les zones des deux extrémités, contrairement aux résultats des études sur les firmes américaines. L'effet négatif d'enracinement de la concentration actionnariale l'emporte sur celui de convergence des intérêts dans la première et la troisième zones.

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

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

Bibliographie

Amann B. (1999), « La théorie des droits de propriété », in G. Koenig (Ed.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI^e siècle*, Économica, p. 13-60.

Bebchuk L.A., Kraakman R. et Triantis G. (1999), « Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity : The Mechanisms and

Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights », *Harvard Law School Olin Discussion Paper*.

Chang S.J. et Hong J. (2000), « Economic Performance of Group-Affiliated Companies in Korea : Intragroup Resource Sharing and Internal Business Transactions », *Academy of Management Journal*, vol. 43, n° 3, p. 429-448.

Chang S.J. (2001), « Ownership Structure, Expropriation, and Performance of Group-Affiliated Companies in Korea », *Korea University Working paper*.

Charreaux G. (1997), « Structure de propriété, relation d'agence, et performance financière », in G. Charreaux (Ed.), *Le gouvernement des entreprises : corporate governance, théorie et faits*, Économica, p. 55-85.

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

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

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

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

Demsetz H. et Lehn K. (1985), « The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences », *Journal of Political Economy*, vol. 93, n° 6, p. 1155-1177.

Gedajlovic E. et D. Shapiro D. (1998), « Management and Ownership Effects : Evidence from Five Countries », *Strategic Management Journal*, vol. 19, p. 533-553.

Gedajlovic E. et D. Shapiro D. (2002), « Ownership Structure and Firm Profitability in Japan », *Academy of Management Journal*, vol. 45, n° 2, p. 565-575.

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

Hamon J. (2001), « La répartition des droits de vote, leur exercice et l'efficacité économique », *Cahiers du CEREQ*, 2001-02.

- Hong J. et Whang K. (1997), « A Study on the Diversification of Korean Manufacturing Companies during 1986-1991 », *Korean Management Review*, vol. 26, n°3, August, p. 493-511 (en coréen).
- Hoskisson R. et Turk T. (1990), « Corporate Restructuring : Governance and Control Limits of the Internal Capital Market », *Academy of Management Review*, vol. 15, n° 3, p. 459-477.
- Hwang I. (1999), *Chaebols' Diversification, Market Structure, and Aggregate Concentration*, Korea Economic Research Institute (en coréen).
- Hwang I. (2000), « Diversification and Restructuring of the Korean Business Groups », *Working Paper*, Korea Economic Research Institute, September.
- Hwang I. et Seo J. (2000), « Corporate Governance and Chaebol Reform in Korea », *Seoul Journal of Economics*, vol. 13, n° 3, p. 361-389.
- Joh S.W. (2003), « Corporate Governance and Firm Profitability : Evidence from Korea before the Economic Crisis », *Journal of Financial Economics*, vol. 68, n° 2, May, p. 287-322.
- Khanna T. (2000), « Business Groups and Social Welfare in Emerging Markets : Existing Evidence and Unanswered Questions », *European Economic Review*, vol. 44, p. 748-761.
- Khanna T. et Palepu K. (1997), « Why Focused Strategies May Be Wrong for Emerging Markets », *Harvard Business Review*, vol. 75, n° 4, July-August, p. 41-51.
- Khanna T. et Palepu K. (2000), « The Future of Business Groups in Emerging Markets : Long-run Evidence from Chile », *Academy of Management Journal*, vol. 43, n° 3, p. 268-285.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes F. et Shleifer A. (1999), « Corporate Ownership Around the World », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 2, April, p. 471-517.
- Le Maux J. (2003), « Les bénéfiques privés : une rupture de l'égalité entre actionnaires », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 6, n° 1, mars, p. 63-92.
- Lins K. et Servaes H. (1999), « International Evidence on the Value of Corporate Diversification », *Journal of Finance*, vol. 54, n° 6, December, p. 2215-2239.
- Morck R., Shleifer A. et Vishny R. (1988), « Management Ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis », *Journal of Financial Economics*, vol. 20, p. 293-315.

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

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

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