

QUAND LES RÉSEAUX RÉSISTENT

Crise financière et participations croisées des Chaebols coréens, 1996 – 2000

Le cas coréen suggère que ni la globalisation croissante des marchés financiers, ni même la crise financière, n'induisent nécessairement une propriété plus dispersée du capital et un système de gouvernance plus transparent. Les réformes des chaebols provoquées par l'écroulement de l'économie coréenne et exigées par le FMI et la Banque Mondiale, témoignent des limites d'une restructuration des entreprises initiée par des forces extérieures. Mais la concurrence accrue, l'activisme des actionnaires et l'application stricte de la loi sur le commerce équitable forcent les chaebols à se concentrer sur leurs activités principales et rendent plus difficiles les participations croisées. Pour des chaebols restructurés de cette façon, le concept de « petit monde » prend alors tout son sens.

PAR **Sea-Jin CHANG**, SCHOOL OF BUSINESS, KOREA UNIVERSITY, ET **Dukjin CHANG**, DEPARTMENT OF SOCIOLOGY, SEOUL NATIONAL UNIVERSITY
Traduit par **Emmanuelle VAAST**, Long Island Business School

Les Chaebols, rassemblements d'un grand nombre d'entreprises autour d'une même entité, dominent depuis longtemps l'économie coréenne. Certains chaebols, comme Hyundai, Samsung, LG et SK, sont bien connus du monde occidental. Ils jouent un rôle fondamental dans l'économie coréenne. En 1996, les trente premiers chaebols représentaient 40 % de la production coréenne dans les secteurs

miniers et industriels. Ils ont longtemps occupé une position dominante sur les marchés coréens. Contrairement aux entreprises américaines dont la propriété est très dispersée, les chaebols sont soumis à l'influence de puissantes familles de propriétaires telles la famille Lee pour le groupe Samsung et la famille Chung du groupe Hyundai. Grâce au système des participations croisées entre filiales, les membres

des familles des trente plus grands chaebols contrôlent presque tous leurs groupes, même s'ils ne possèdent qu'environ 5 % des actions totales de leurs filiales. Cet article cherche à déterminer si cette structure d'actionnariat très resserrée s'est transformée après la crise financière de 1997 et les restructurations qui l'ont suivie. En effet, en échange de son aide financière, le FMI avait exigé du gouvernement coréen des mesures drastiques. En conséquence, celui-ci a d'abord sauvé des banques pratiquement insolubles en leur fournissant des fonds publics, puis il a cherché à réorganiser financièrement les chaebols en faisant baisser leur ratio dette/capital. En outre, il a forcé les chaebols à échanger et réorganiser leurs activités pour que chacun se concentre sur quelques domaines stratégiques précis. De nombreux problèmes ont accompagné ces efforts de restructuration et les chaebols leur ont farouchement résisté. Jusqu'ici, aucune preuve d'un quelconque changement dans les structures de propriété des chaebols n'a pu être constatée. Cette recherche compare donc la structure d'actionnariat des chaebols entre 1996 et 2000 à partir d'une analyse de réseau et, plus précisément, à partir d'une analyse de « petit monde ».

LA STRUCTURE D'ACTIONNARIAT DES CHAEBOLS

Les chaebols sont issus des marchés initialement peu développés et des politiques industrielles poursuivies par le gouvernement coréen [Amsden, 1989 ; Kim,

1997 ; Chang, 2003]. Après l'occupation japonaise, le gouvernement coréen a revendu à un petit nombre de firmes les actifs redevenus coréens. Ce traitement préférentiel a favorisé le développement des chaebols. Depuis 1961, les plans de développement économique du gouvernement ont aussi accordé des subventions massives à des secteurs stratégiques tels l'équipement lourd, la chimie ou les industries exportatrices. Le gouvernement a également nationalisé toutes les banques en leur déniait le droit d'examiner la validité des projets d'investissement, les banques étant contraintes, en revanche, de lever des fonds et de les allouer aux plans établis par le gouvernement. La plupart des grands investissements ont été dédiés à un petit nombre d'entreprises sélectionnées par l'État. L'attribution de prêts à taux très faibles a ainsi largement accru le ratio d'endettement sur capital des firmes coréennes. Pour financer leur croissance, celles-ci en sont ainsi venues à préférer la dette aux capitaux propres. Comme les taux d'intérêt des industries d'exportation s'avéraient souvent plus faibles que les taux d'inflation, obtenir un prêt équivalait à recevoir une subvention. Les entreprises qui ne pouvaient recevoir de tels prêts devaient recourir au marché hors cote, dont les taux étaient très élevés. Alors qu'en 1960, le ratio dette/capital était d'un peu plus de 100 %, en 1970, il atteignit 400 % et plus encore dans les périodes ultérieures. En 1997, le ratio moyen de dette sur capital des trente premiers chaebols était de 516,4 %, se rapprochant même des 4 000 % pour certains chaebols. Ces ratios très élevés s'expliquent

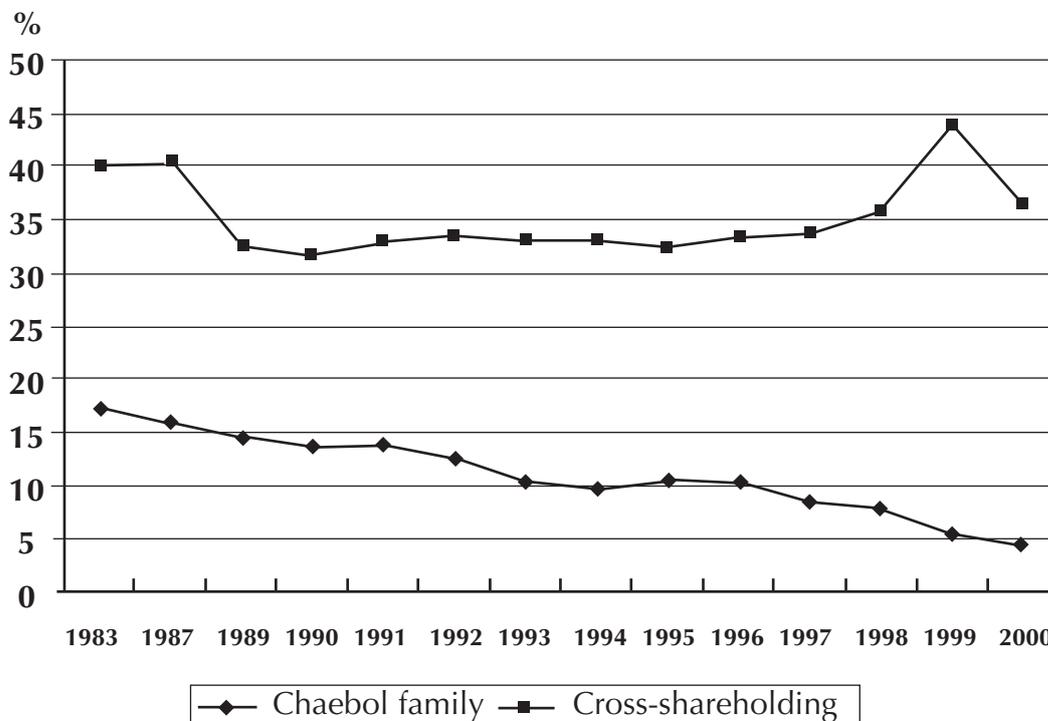


Figure 1 : Évolution des participations des familles fondatrices et des participations croisées des 30 plus grands chaebols
 Note : Les participations des familles fondatrices et les participations croisées sont pondérées par les capitaux propres des chaebols considérés.

Source : Commission pour le commerce équitable

aussi en partie par une croissance rapide de ces chaebols alors même que leurs fonds propres ne leur permettaient pas de répondre aux exigences de l'expansion. Contrairement aux entreprises des économies développées qui, depuis longtemps, disposent de financements abondants au niveau national, les chaebols étaient dépendants de sources externes de financement prenant la forme de dettes. D'autres pays développés sur le tard, comme l'Allemagne ou le Japon, n'avaient pu que difficilement obtenir du capital des ménages et avaient dû, en leur temps, recourir, eux aussi, à l'État ou aux banques [Gerschenkron, 1962] pour financer leur développement.

Pendant longtemps, les chaebols ont ainsi largement eu recours à la dette plutôt qu'à l'émission d'actions pour lever du capital. Jusqu'en 1997, la levée de capitaux par émission d'actions est restée marginale pour les entreprises coréennes. En fait, les familles propriétaires des chaebols évitaient d'émettre ces actions nouvelles afin de ne pas diluer leurs participations et de conserver leur contrôle sur le groupe. La figure 1 présente les structures de propriété des chaebols depuis 1983. Elle distingue deux types d'actions : celles détenues par les familles des chaebols et celles détenues par leurs filiales. Depuis 1983, les participations financières des familles des chaebols ont régulièrement décliné. En effet, des individus n'ont plus réussi, à eux seuls, à maintenir des parts importantes dans l'ensemble des filiales des groupes, en raison de la croissance de ces filiales, en nombre comme en volume d'activités. La somme totale des participations croisées des chaebols a décliné de 40 % en 1987 à 32 % en 1989 en raison de la « *Loi sur le commerce équitable* » qui a restreint les participations croisées de chacune des filiales à 40 % de ses actifs nets (définis comme

le capital encaissé de la filiale dont sont déduits les investissements en capital des autres filiales), les chaebols encourant des amendes en cas de dépassement de cette limite. La *Loi sur le commerce équitable* fut révisée en 1994 par la réduction du plafond à 25 % des actifs nets des filiales. Les pénalités imposées par la loi n'étaient cependant pas suffisamment élevées pour inciter les chaebols à s'y conformer. Au contraire, en 1998 et 1999, lors de la crise, les participations croisées ont brusquement augmenté en raison des efforts de restructuration des entreprises, ce que cet article détaille ci-dessous. Le gouvernement a alors poussé les entreprises à réduire leur ratio de dette/capital par le recours à des partenaires étrangers ou par la vente d'actifs. Les chaebols ont émis des actions, mais leurs filiales ont acheté ces nouvelles actions avec les bénéfices de leurs propres émissions d'actions. En conséquence, la réduction du ratio dette/capital ne s'est pas traduite par un apport net de capital dans les chaebols.

LE MÉCANISME DE LA PARTICIPATION CROISÉE

La restriction des participations croisées par la loi sur le commerce équitable visait à empêcher les familles de chaebols de contrôler entièrement leurs filiales lorsqu'elles ne détenaient qu'une petite part de leur capital. La figure 1 montre qu'en moyenne, les familles de chaebols détenaient 5,4 % des parts de leurs filiales en 1999. Leur contrôle sur ces filiales, en revanche, était fondé sur les 44,5 % du capital que leurs autres filiales détenaient. La figure 2 explique comment le contrôle des familles de chaebols sur l'ensemble de leur groupe

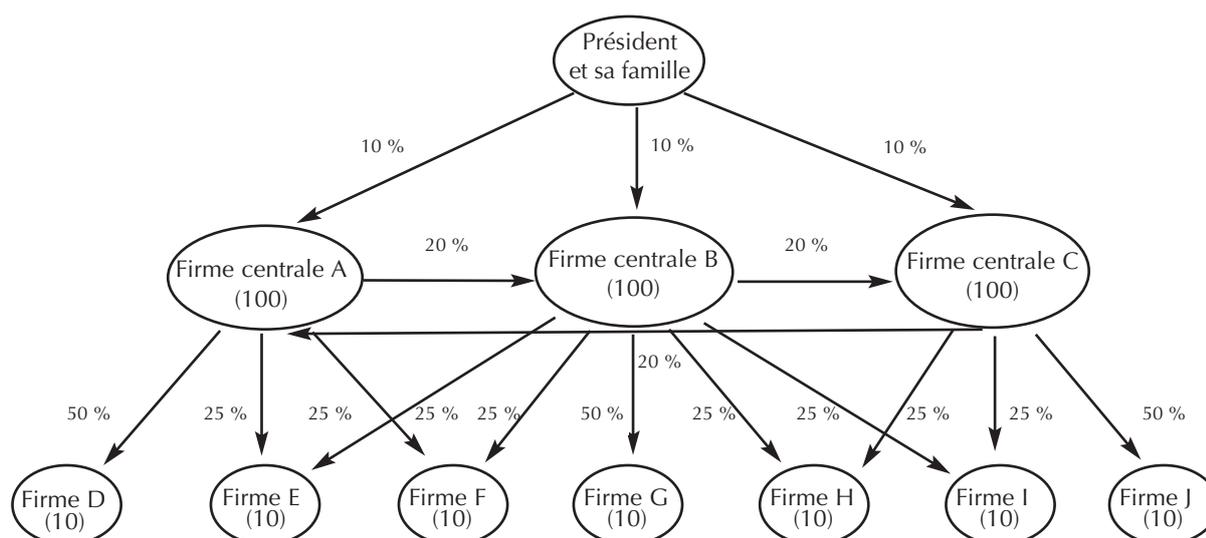


Figure 2 : Une illustration des participations croisées dans les Chaebols

Note : Les chiffres entre parenthèses correspondent aux capitaux propres en milliards de won.

Participation de la famille fondatrice : 30 milliards (8,1 % du total des capitaux propres)

Participations croisées : 95 milliards (25,6 % du total des capitaux propres)

Total des capitaux propres : 370 milliards

Les grands patrons des chaebols réunis à l'occasion d'une rencontre extraordinaire lors de la crise asiatique (Kim Seug Yon, de Hanwa ; Kim Woo Chong de Daewoo ; Chey Jong Hyon de SK ; Lee Kun Hee de Sara Lee Corp. ; Chung Mong Koo de Hyundai Motors).

exemple été créé en 1938. Le président du groupe Samsung et sa famille détiennent aussi 15 % de Samsung Life Insurance ainsi que 5,4 % de Samsung Electronics. Ces premières filiales possèdent quant à elles des parts des autres filiales. Samsung Electronics possède Cheil Communication, Samsung Corning, Samsung Aerospace, Samsung Heavy Industries, Samsung Cards, Samsung Display Devices, Samsung SDS et Hotel Shilla. Samsung Insurance détient 8,2 % de Samsung Electronics.

Les structures de propriété des autres chaebols sont très similaires à celle de Samsung Corp. Par exemple, pour le groupe Hyundai, quatre entreprises – Hyundai Heavy Industry, Hyundai Construction, Hyundai Motor et Hyundai Merchant Pride – jouent le rôle de firmes de holding pour l'ensemble du chaebol. Dans le groupe SK, SK Chemical, SK Global, SK Corporation et SK Telecom occupent de tels rôles. LG Group dispose quant à lui de LG Chemical, LG Electronics, et LG Co comme principales compagnies de holding.

Il est notable que la plupart de ces filiales sont des entreprises cotées. Les chaebols ont longtemps résisté à la requête répétée du gouvernement de coter leurs filiales en Bourse. Le gouvernement a dû faire pression sur eux pour accroître la vente publique de leurs actions. Par exemple, le Groupe Hyundai n'a accepté, en 1984, de vendre publiquement des parts de Hyundai Engineering and Construction qu'après que

le ministre des Finances le lui eût officiellement demandé vingt-huit fois [Fields, 1995]. Ces efforts prolongés du gouvernement ont fait passer le nombre de filiales des trente premiers chaebols cotés en Bourse de cinquante en 1986 à cent vingt-deux en 1996.

Les chaebols disposent également de plusieurs firmes de services financiers parmi leurs filiales. Historiquement, ils souhaitaient posséder des banques afin d'utiliser les réserves des banques comme les leurs propres. Avant que la loi bancaire ne soit révisée en 1998, aucune entité ne pouvait détenir plus de 4 % d'une banque nationale ou 15 % d'une banque régionale, à l'exception des investisseurs étrangers opérant par joint venture. En 1997, Samsung Group possédait plus de 3 % des parts de la banque Choehung, 3,5 % de la banque Shinhan et 18,5 % de la banque Koram dans une *joint venture* avec la Bank of America et le groupe Daewoo et 3,6 % de la banque Hana. Pour deux autres banques commerciales nationales – la Commercial Bank of Korea et la banque Hanil – Samsung possédait plus que la limite légale (6,9 % et 4,9 % respectivement). Il détenait aussi de larges parts dans plusieurs banques régionales, comme la banque Taegu. Les chaebols utilisaient leurs participations à la fois pour accroître leur pouvoir de négociation pour l'octroi de crédits et pour se préparer à l'acquisition de banques en cas de dérégulation plus massive de la propriété des banques.

Les chaebols ont aussi massivement investi dans des

institutions financières non bancaires, comme des compagnies d'assurance, des sociétés d'investissements, des banques d'affaires, des sociétés de crédit. Parce que ces sociétés financières non bancaires n'étaient pas directement impliquées dans le système de paiement, le gouvernement coréen n'a pas fortement régulé leur actionariat. Beaucoup de chaebols investissaient également dans des institutions financières non bancaires lors de la dérégulation de ces activités au début des années 1990. Par exemple, les cinq premiers chaebols possèdent tous des sociétés d'assurance vie. La plupart des grands chaebols, dont les cinq premiers, possèdent des maisons de courtage, des sociétés d'investissement et des banques d'affaires. Ces compagnies financières affiliées aux chaebols fonctionnent comme des sociétés de holding au sein de leur propre groupe. Par exemple, Samsung Life Insurance possédait 762,1 milliards des parts d'entreprises de Samsung, environ 9,4 % de son portefeuille d'actions. De même, 7,2 % du stock de capital de Samsung Life Insurance étaient investis dans des entreprises de Samsung. Il reste toutefois difficile de distinguer si ces participations visent à maintenir le contrôle sur les filiales, ou, simplement, à constituer des investissements financiers.

LA CRISE ASIATIQUE ET LA RESTRUCTURATION DES CHAEBOLS

La crise financière qui a débuté avec la chute du baht thaïlandais, en juillet 1997, s'est rapidement propagée aux autres pays asiatiques. L'instabilité des changes a fait fuir les devises, ce qui a entraîné une profonde instabilité dans l'ensemble de l'Asie du sud-est. Les investisseurs étrangers ont révisé les fondamentaux de l'économie coréenne. Ils ont alors commencé à retirer massivement leurs fonds, en liquidant – à perte – leurs investissements et en les convertissant en dollars. Les institutions financières étrangères ont également fortement réduit leurs avances aux entreprises coréennes et elles se sont mises à rappeler leurs prêts consentis aux institutions financières coréennes. Ces actions ont aggravé la baisse des marchés d'actions et de devises et ont conduit de grandes entreprises coréennes à la faillite. Pendant la crise, les taux de change des devises sont montés en flèche. En janvier 1997, le dollar valait huit cent soixante-quatre wons, il en valait mille six cent quatre-vingt-quinze en décembre 1997. Au cours de cette même période, l'indice de la Bourse coréenne chutait de 669 à 390, tandis que le nombre de faillites d'entreprises coréennes passait de mille à trois mille cinq cents par mois. Treize des cinquante premiers chaebols soit ont fait faillite, soit ont dû suivre un programme strict de recouvrement dirigé par les banques.

Lorsque la Corée a demandé des fonds d'urgence au FMI, elle était proche de la faillite. Les réserves de

devises de la Banque de Corée étaient presque épuisées. Les créiteurs étrangers exigeaient le remboursement des emprunts tant des banques que des entreprises. De telles circonstances n'ont pas permis au gouvernement coréen de négocier sereinement des emprunts avec le FMI et la BIRD. En échange de son renflouement, le FMI a ainsi pu exiger que la Corée adopte des mesures drastiques. Le gouvernement coréen a donc suivi ces directives à la lettre. Le 13 janvier 1998, il annonçait les cinq principes suivants de restructuration des entreprises :

- d'abord, afin d'améliorer la transparence financière, les chaebols devaient introduire des comptes consolidés et adopter les pratiques de comptabilité des pays occidentaux ;
- ensuite, ils devaient mettre fin aux pratiques de garantie des dettes, afin d'éviter les faillites en chaîne ;
- troisièmement, ils devaient réduire significativement leurs dettes et vendre leurs actifs non profitables ;
- ensuite, ils devaient améliorer leur compétitivité internationale en se concentrant sur leurs activités principales ;
- enfin, le gouvernement devait améliorer le système de gouvernance des entreprises et renforcer les responsabilités des familles de propriétaires vis-à-vis des actionnaires minoritaires.

Afin de mettre en application ces mesures, les chaebols furent placés sous la supervision étroite des banques, qui avaient été presque nationalisées par les massives injections de capital. Le gouvernement utilisa les banques pour forcer les chaebols à réduire leur ratio de dette sur capitaux propres de 200 % à la fin de 1999. Selon la *Commission sur le commerce équitable*, le ratio moyen de dette sur capitaux propres des trente premiers chaebols est passé de 516,4 % en 1997 à 329,5 % en 1998 et 144,9 % en 1999. Ces statistiques témoignent d'une réduction drastique des ratios de dette sur capitaux propres en très peu de temps. Une analyse plus fine, cependant, révèle une situation plus nuancée. Les cinq premiers chaebols ont, en fait, accru leur dette totale de 221,2 trillions de wons en 1997 à 234,5 trillions de wons en 1998 (voir tableau 1). Leur ratio de dette sur endettement a baissé parce que les parts de leurs actionnaires ont augmenté de 46,9 trillions de wons à 69,9 trillions de wons en 1998. 12,2 trillions de ce total provenaient de nouvelles émissions d'actions, dont la plupart revenaient en fait aux filiales. Ainsi, les participations croisées se sont en fait accrues et ont, par ricochet, artificiellement réduit le ratio de dette sur capitaux propres. Le reste de l'augmentation de capital était attribuable à une réévaluation massive des actifs. Les chaebols ont largement réévalué leurs actifs réels et financiers. Ce n'est en fait qu'après la faillite du groupe Daewoo en 1999 que les autres grands chaebols se sont engagés dans des restructurations substantielles. Les quatre autres plus grands chaebols ont davantage

1997 : Comptes agrégés						
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK	Somme / moyenne
Dette	61,7	50,0	42,9	42,7	23,9	221,2
Capitaux propres	10,7	13,5	8,5	9,1	5,1	46,9
Ratio dette/capitaux propres	576,6	370,4	504,7	469,2	468,6	477,9
Nombre de filiales	62	61	52	37	45	
1998 : Comptes agrégés						
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK	Somme / moyenne
Dette	72,6	43,2	36,4	59,8	22,6	234,6 (174,6)
Capitaux propres	15,0	17,1	11,5	16,9	9,4	69,9 (53,1)
Ratio dette/capitaux propres	484,0	252,6	316,5	353,8	240,4	329,5
Nombre de filiales	57	62	48	36	41	244
1999 : Comptes agrégés						
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK	Somme / moyenne
Dette	52,6	38,4	27,5	-	22,6	141,1
Capitaux propres	34,6	26,3	18,6	-	16,9	96,4
Ratio dette/capitaux propres	152,0	146,0	147,8	-	133,7	144,9
Nombre de filiales	35	45	43	-	39	162
1999 : Comptes consolidés						
	Hyundai	Samsung	LG	Daewoo	SK	Somme / moyenne
Dette	60,2	41,5	30,6	-	23,1	155,4
Capitaux propres	26,2	21,4	11,2	-	10,2	69,0
Ratio dette/capitaux propres	229,8	193,9	273,2	-	226,5	230,8
Nombre de filiales	103 (30)	159 (39)	118 (35)		57 (33)	437(137)

Tableau 1 : Évolution de l'endettement et des capitaux propres des cinq plus grands chaebols, 1997-1999

Source : Les comptes agrégés proviennent de la commission coréenne pour le commerce équitable, les comptes consolidés du conseil coréen de surveillance financière,

Notes : 1. Les comptes agrégés additionnent les éléments comptables des comptes financiers des filiales sans consolidation. Les comptes consolidés consolident les comptes de toutes les filiales qui sont significativement contrôlées par les présidents du chaebol.

2. Les comptes agrégés et consolidés ci-dessus excluent les filiales de services financiers.

3. La colonne « Somme/moyenne » présente la somme des dettes, capitaux propres et nombre de filiales des cinq (ou quatre en excluant Daewoo) plus grands chaebols et la moyenne des ratios de dette/capitaux propres.

4. Le nombre de filiales entre parenthèses comprend toutes les filiales coréennes.

5. Le groupe Daewoo a fait faillite en 1998, Les chiffres entre parenthèses pour 1998 présentent les sommes des quatre autres principaux chaebols.

réduit leur ratio de dette sur capitaux propres. Ils ont augmenté leurs capitaux propres de 53,1 trillions de wons en 1998 à 96,4 trillions de wons en 1999 et ils ont réduit leurs dettes de 174,6 trillions de wons en

1998 à 14,1 trillions de wons en 1998 par des émissions de capital et par le remboursement de dettes. La croissance des marchés financiers a facilité ces échanges de capitaux propres contre dettes.

Les réformes des chaebols ont été provoquées par l'écroulement de l'économie coréenne et exigées par le FMI et la banque mondiale. (Bourse de Séoul).

Le véritable niveau d'endettement des chaebols ne fut révélé que lors de la publication des comptes consolidés de l'année 1999. Le gouvernement avait exigé que les chaebols présentent des comptes consolidés de toutes leurs filiales domestiques et étrangères après retrait des transactions internes. Le tableau 1 montre les capitaux propres et les dettes des quatre plus grands chaebols listés dans les comptes consolidés de 1999. Des différences majeures sont notables dans et entre chaebols en ce qui concerne le ratio de dettes sur capitaux propres selon que les données sont agrégées ou consolidées. Avec les données consolidées, les dettes des filiales étrangères étaient ajoutées et les participations croisées étaient effacées. En conséquence, la dette moyenne sur capitaux propres était de 230,8 %, c'est-à-dire beaucoup plus que ce que n'indiquaient les comptes agrégés.

ANALYSE DE RÉSEAU DES STRUCTURES DE PROPRIÉTÉ DES CHAEBOLS

Dans de nombreux pays, la propriété de nombreuses compagnies est concentrée entre les mains d'un petit nombre d'individus ou de firmes. Dans leur étude sur les firmes allemandes, Kogut et Walker [2001] ont ainsi montré que les liens d'actionariat formaient des *clusters* très resserrés d'entreprises liées entre elles. Dans une perspective de réseau, chaque entreprise de l'échantillon constitue un nœud. Un actionnaire commun (par exemple, un investisseur institutionnel qui détient des parts de deux entreprises) crée un lien (d'actionariat) entre deux firmes. Le recours aux instruments de l'analyse des réseaux sociaux permet de mettre en évidence des caractéristiques des réseaux telles que leur densité, leur centralité, leur diamètre. Dans ce paragraphe, nous appliquons l'analyse de « *petit monde* », introduite par Watts et Strogatz [1998] et appliquée par Kogut et Walker [2001] à la structure de propriété des chaebols coréens. Les deux principales caractéristiques d'un réseau en

© Pierre Bessard-REA

« *petit monde* » sont une faible distance moyenne entre les différents nœuds (la longueur des séquences est courte), et un fort degré de *clustering* dans un « *voisinage* ». La longueur moyenne des séquences, notée L , correspond à la moyenne des distances géodésiques (plus courte distance entre deux nœuds du réseau). Le degré de *clustering* est mesuré par le coefficient de *clustering*, C , qui reflète la mesure dans laquelle des firmes qui sont directement reliées à une firme focale sont également directement reliées entre elles. Plus concrètement, le coefficient de *clustering*, qui est compris entre 0 et 1, est calculé en comptant combien de firmes qui sont liées à une firme sont également liées entre elles et en divisant ce nombre par le nombre maximal possible de liens dans le réseau.

Pour créer un point de comparaison, Watts et Strogatz [1998] ont introduit l'idée d'un réseau aléatoire, caractérisé par une faible longueur des séquences et un faible degré de *clustering*. En comparant les caractéristiques du réseau aléatoire avec le réseau observé, il est possible de déterminer si le réseau étudié constitue un petit monde. Selon Watts et Strogatz (1998), le réseau aléatoire de taille N et de degré moyen K , dans lequel les liens sont assignés au hasard, aura une longueur de séquence moyenne d'environ $\ln(N)/\ln(K)$ et un coefficient de *clustering* d'à peu près K/N .

L'application de l'analyse de réseau de petit monde aux chaebols coréens ne va toutefois pas sans poser de sérieuses difficultés. D'abord, les participations croisées entre firmes associées à différents chaebols sont extrêmement rares. En d'autres termes, aucune partie du capital d'aucune filiale de Samsung n'est détenue par le groupe LG, et vice-versa. Comme la figure 1 le montre, les familles des chaebols cherchent essentiellement à maintenir le contrôle sur les firmes de leur propre groupe. Elles n'utilisent pas leurs ressources financières pour prendre des parts de capital de firmes associées à un autre chaebol, sauf dans le cas de firmes créées comme *joint ventures* entre deux chaebols. De tels partenariats d'entreprises entre chaebols sont, de toute façon, peu fréquents en Corée. En conséquence, le réseau d'ensemble des firmes coréennes devrait ressembler à une matrice dont tous les éléments hors diagonales sont égaux à zéro. Dans une telle situation, la simple application de la technique d'analyse de petit monde à tous les chaebols ne serait pas propre à générer des résultats pertinents. C'est pourquoi, dans cet article, nous appliquons l'analyse de petit monde aux chaebols pris individuellement, en nous concentrant plus spécifiquement sur les quatre premiers chaebols.

Le tableau 2 montre que la longueur moyenne des séquences des quatre premiers chaebols est d'environ 3, ce qui signifie que la séquence moyenne entre une filiale de Samsung et une autre comprend trois arcs (figure 3). Les longueurs moyennes de séquence des quatre premiers chaebols sont en fait très proches de celles des réseaux aléatoires (longueur moyenne d'environ 3 également). Cette faible longueur moyenne des séquences

s'explique par la présence de points focaux dans les réseaux de propriété des chaebols. Par exemple, dans le groupe Samsung, Samsung Electronics, Samsung Life Insurance et Samsung Corporation sont des points focaux cruciaux du réseau. La famille Lee contrôle ces compagnies en les possédant entièrement, directement et indirectement. Ces firmes centrales contrôlent elles-mêmes, individuellement ou conjointement, toutes les autres filiales du groupe. Par ailleurs, les coefficients de *clustering* des quatre premiers chaebols sont faibles (aux alentours de 0,10). Ainsi, Samsung Electronics possède Samsung Corning, Cheil Chemical, Samsung Aerospace Industries, Samsung Display Devices, Samsung SDS et Hotel Shilla, qui n'ont pas de participations croisées entre eux.

Bien que leur longueur de chemin et leur coefficient de clustering soient proches, les chaebols ne se confondent pas avec les réseaux aléatoires. Le réseau des chaebols présente des caractéristiques assez spécifiques. La faible distance moyenne provient de l'existence d'entreprises centrales, tandis que le faible coefficient de *clustering* résulte du caractère hiérarchique de la structure de propriété des chaebols. Si l'on considère qu'un réseau de type petit monde se caractérise par un haut niveau de *clustering* et un faible nombre d'intermédiaires, les chaebols ne peuvent alors pas être considérés comme des petits mondes.

Le tableau 2 compare également les caractéristiques des réseaux des quatre premiers chaebols en 1996 et 2000. Nous avons vu précédemment que la restructuration qui a suivi la crise s'était traduite par une hausse massive des participations croisées. Dans le cas de Samsung et Hyundai, les longueurs moyennes des séquences ont légèrement baissé entre 1996 et 2000, tandis qu'elles augmentaient quelque peu dans les cas de LG et SK. Les changements de coefficients de clustering sont demeurés mineurs. D'une façon générale, les longueurs moyennes des séquences et les coeffi-

cients de clustering n'ont pas beaucoup changé au cours de cette période de quatre ans. La structure de propriété des chaebols n'a pas beaucoup évolué avec la crise et la restructuration qui l'a suivie.

CONCLUSION

Cet article s'est intéressé aux structures de propriété des chaebols coréens. Contrairement à la situation de pays tels les États-Unis, les grandes firmes coréennes, dont la plupart sont affiliées à un chaebol, ne s'intègrent pas dans un réseau possédant les caractéristiques d'un petit monde. Elles présentent plutôt les caractéristiques d'un réseau fortement centralisé et hiérarchisé, que les familles des chaebols peuvent contrôler en totalité avec des participations faibles dans la plupart des filiales. La crise financière de 1997 et la restructuration n'ont pas profondément transformé cette structure de propriété. Si l'on considère que la crise financière a été en partie conditionnée par les libres entrées et sorties de capitaux étrangers, la globalisation du marché financier n'a pas encore transformé la structure de propriété des chaebols coréens. En ce sens, cet article fait écho à la conclusion de Kogut et Walker [2001]. Ceux-ci montraient que le réseau national allemand persistait, malgré la globalisation croissante. Le cas coréen suggère que ni la globalisation croissante des marchés financiers, ni même la crise financière, n'induisent nécessairement une propriété plus dispersée du capital et un système de gouvernance plus transparent. En ce sens, la restructuration de la fin des années 1990 n'est pas sans rappeler la dissolution des zaibatsus après la seconde guerre mondiale. Le général McArthur avait formellement dissout les zaibatsus en de multiples entreprises

	N	N (composante)	K	L (observé)	C (observé)	L (aléatoire)	C (random)
Samsung 1996	73	35	3,09	3,32	0,09	3,16	0,09
Samsung 2000	72	46	3,74	2,93	0,08	2,90	0,08
Hyundai 1996	65	37	2,76	3,21	0,08	3,56	0,07
Hyundai 2000	56	42	4,14	2,70	0,10	2,63	0,09
LG 1996	63	23	2,70	3,08	0,12	3,16	0,11
LG 2000	77	39	2,97	3,16	0,08	3,36	0,08
SK 1996	40	14	2,00	3,15	0,15	3,81	0,14
SK 2000	70	39	2,82	3,62	0,07	3,53	0,07

Tableau 2 : Métriques d'analyse de petit monde : Structures de propriété des quatre plus grands chaebols, 1996 et 2000

Note : Le coefficient de clustering correspond à la moyenne du nombre de liens observés divisé par le nombre possible de liens pour chaque nœud. La longueur de la séquence correspond à la moyenne du plus court chemin entre tous les nœuds. Les valeurs aléatoires sont utilisées pour normaliser le clustering et la longueur des séquences afin de faciliter les comparaisons.

indépendantes. Pourtant, à la fin de l'occupation, ces firmes ont volontairement reconstruit des liens réticulaires en keiretsu. Les réformes des chaebols ont quant à elles été provoquées par l'écroulement de l'économie coréenne et exigées par le FMI et la banque mondiale. Les expériences japonaise et coréenne témoignent finalement des limites d'une restructuration des entreprises initiée par des forces extérieures.

Les forces qui devraient réellement et profondément restructurer les chaebols viendront plutôt de l'intérieur. La réduction du pouvoir des familles des chaebols nécessite, d'abord, des réformes légales. Après la crise, des améliorations de la transparence financière et de la gouvernance des entreprises sont apparues. L'activisme des actionnaires constitue aussi un des principaux facteurs qui conduisent à de meilleurs systèmes de gouvernance des entreprises. Depuis 1998, le groupe « *Solidarité du peuple pour une démocratie participative* », organisation non gouvernementale, a permis de coordonner les intérêts des actionnaires minoritaires. Ce groupe a intenté des procès lors de cas explicites d'expropriation des actionnaires minoritaires. De tels efforts poussent le gouvernement à introduire des changements dans le cadre légal qui a permis aux chaebols de se développer. En 1999, des actionnaires minoritaires coréens de SK Telecom se sont alliés à des investisseurs étrangers, tels Tiger Fund, afin de regagner du pouvoir lors d'une réunion d'actionnaires contre les pratiques manifestes consistant à orienter tous les profits vers une filiale du groupe. Ils ont d'ailleurs obtenu le droit de nommer deux directeurs extérieurs. La famille fondatrice de SK a accepté de donner à ces directeurs l'autorité d'approuver les transactions internes les plus importantes. Ainsi, plus que la globalisation des marchés financiers, c'est la globalisation d'une idée – celle de l'activisme des actionnaires – qui conduit à des changements fondamentaux du système de gouvernance coréen.

Un renforcement du cadre légal accompagné du mouvement conduit par les organisations non gouvernementales de renforcement des droits des actionnaires minoritaires devrait selon nous améliorer la gouvernance des entreprises et conduire à une transformation plus profonde des chaebols. Le gouvernement coréen a annoncé qu'il favoriserait à partir de 2003 les actions en justice liées aux pratiques des actionnaires de toutes les entreprises. Auparavant, les entreprises dont les actifs dépassaient deux trillions de wons étaient seules soumises à cette loi. Les actionnaires de toutes les entreprises publiquement cotées devraient maintenant être en droit de lancer de telles procédures. En outre, le gouvernement a suspendu les licences de plusieurs sociétés d'audit qui aidaient de toute évidence les chaebols à manipuler leur comptabilité. Une telle action constituait, en outre, un signal fort pour les autres auditeurs. La commission coréenne pour le commerce équitable a

aussi joué un rôle clé en restreignant l'expansion des chaebols. La régulation des participations croisées a limité la capacité des chaebols de contrôler leurs filiales sans apport réel de capital. La mise en application continue de ces régulations devrait aider à mettre fin aux pratiques antérieures des familles des chaebols de contrôle total de leur groupe avec une très faible participation au capital.

Les chaebols sont, selon nous, le produit des imperfections des marchés et des interventions gouvernementales. Ainsi, si les marchés et les politiques publiques s'améliorent, les chaebols devraient eux périr. Le marché financier coréen a déjà entamé de profondes transformations. Les investisseurs institutionnels, en particulier étrangers, occupent des rôles plus importants depuis la crise. Les chaebols sont ainsi de plus en plus soumis à l'influence extérieure. L'activisme des actionnaires et l'application stricte de la loi sur le commerce équitable rendent en outre plus difficiles les pratiques de financements croisés. Simultanément, la concurrence accrue force les chaebols à se concentrer sur leurs activités principales. Pour toutes ces raisons, à moyen terme, les chaebols devraient se rapprocher des keiretsus japonais. Ceux-ci sont faiblement liés entre eux et collaborent autour de quelques projets d'investissements, pour lesquels la coopération s'avère stratégique. Pour des chaebols restructurés de cette façon, le concept de « petit monde » prend alors tout son sens.

BIBLIOGRAPHIE

- AMSDEN, Alice. 1989. *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, New York : Oxford University Press.
- CHANG, Sea-Jin. 2003. *Financial Crisis and Transformation of Korean Business Groups: The Rise and Fall of Chaebols*, New York : Cambridge University Press.
- FIELDS, Karl. 1995. *Enterprise and the State in Korea and Taiwan*. Ithaca : Cornell University Press.
- GERSCHENKRON, Alexander. 1962. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. Cambridge : The Belknap Press of Harvard University Press.
- KIM, Eun-mee. 1997. *Big Business, Strong State: Collusion and Conflict in South Korean Developments, 1960-1990*. New York : State University of New York Press.
- KOGUT, Bruce and Gordon WALKER. 2001. « The Small World of Germany and the Durability of National Network », *American Sociological Review*, 66 : 317-35.
- WATTS, Duncun and Steven STROGATZ. 1998. « Collective Dynamics of Small World Dynamics », *Nature*, 393: 440-442.