

CRÉATION DE VALEUR ET INVESTISSEMENT DIRECT FRANÇAIS EN CHINE

Jérôme Hubler et Pierre-Xavier Meschi

Lavoisier | *Revue française de gestion*

2002/3 - no 139
pages 107 à 129

ISSN 0338-4551

Article disponible en ligne à l'adresse:

<http://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2002-3-page-107.htm>

Pour citer cet article :

Hubler Jérôme et Meschi Pierre-Xavier, « Création de valeur et investissement direct français en Chine », *Revue française de gestion*, 2002/3 no 139, p. 107-129.

Distribution électronique Cairn.info pour Lavoisier.

© Lavoisier. Tous droits réservés pour tous pays.

La reproduction ou représentation de cet article, notamment par photocopie, n'est autorisée que dans les limites des conditions générales d'utilisation du site ou, le cas échéant, des conditions générales de la licence souscrite par votre établissement. Toute autre reproduction ou représentation, en tout ou partie, sous quelque forme et de quelque manière que ce soit, est interdite sauf accord préalable et écrit de l'éditeur, en dehors des cas prévus par la législation en vigueur en France. Il est précisé que son stockage dans une base de données est également interdit.



Création de valeur et investissement direct français en Chine

La coentreprise a constitué le mode d'entrée privilégié pour les investisseurs européens, et notamment français, en Chine. Comment mesurer la pertinence de ces investissements ? À partir d'une méthodologie d'étude d'événements, cet article présente des constats empiriques relatifs à l'appréciation boursière d'un échantillon de 40 annonces identifiées entre 1994 et 1998. L'analyse de certaines variables caractéristiques des annonces étudiées (implantation côtière des investisseurs français en Chine, répartition du capital de la coentreprise entre partenaires français et chinois, date de l'annonce, activité de la coentreprise sino-française) en relation avec les rendements anormaux permettra de mieux comprendre les réactions boursières négatives qui ont été enregistrées.

« **L**es réalisations sont grandes, les problèmes considérables, mais l'avenir est brillant » (Mao Tsetoung, *in* Han Suyin, 1975, p. 229). Avec le recul d'une trentaine d'années, ce brillant avenir promis à la Chine semble se concrétiser, même si des inquiétudes subsistent quant aux risques de « surchauffe » ou de crises conjoncturelles de l'économie chinoise. L'expérimentation de la politique d'« un pays, deux systèmes » (un système politique attaché aux structures communistes et un système économique à orientation libérale) serait-elle en passe de donner corps à la formule « des lendemains qui chantent », si chère aux yeux des dirigeants communistes ? Si les réformes en profondeur entreprises par Deng Xiaoping (politique de la « porte ouverte » appliquée dès 1978), puis par Jiang Zemin, ont éloigné la Chine de la stricte orthodoxie maoïste pour l'engager sur la délicate voie du « double système », il n'en reste pas moins qu'un certain nombre d'entreprises étrangères, notamment européennes, a adopté une position de prudence vis-à-vis d'un possible investissement dans ce pays. Les arguments militant en faveur d'une attitude prudente sont

nombreux, mais tiennent essentiellement à l'insertion de la Chine dans un cadre économique en transition :

- dont les contours restent flous, notamment au niveau de la législation sur les investissements étrangers, qui reste encore aujourd'hui en évolution ;

- dont l'organisation est marquée par des fractures, voire même des contradictions ; c'est le cas de la coexistence d'une économie de marché et d'une économie planifiée, d'une économie côtière prospère et d'une économie intérieure sous-développée, etc.

En somme, c'est l'émergence d'une « Chine plurielle » (Pairault, 1997) et en phase de mutation accélérée, tant au niveau de ses contours que de son organisation, qui explique l'attentisme de certains investisseurs européens. Cependant, si les réserves vis-à-vis de la Chine et de son évolution économique à court terme sont justifiées, des éléments concrets, attestant du formidable potentiel économique chinois (notamment le pari réussi de Deng Xiaoping, en 1978, de multiplier par quatre, en vingt ans, le PNB chinois), relativisent ces réserves et font que la Chine ne peut laisser indifférents les investisseurs européens. Au niveau des éventuels investisseurs européens, et notamment français, ce dilemme attrait/menace de la Chine est sensible et son traitement relève d'un véritable arbitrage stratégique, de l'évaluation d'un coût d'opportunité :

- soit différer l'investissement en attendant une stabilisation des contours et de l'organisation du cadre économique chinois, mais cela signifie aussi prendre le risque d'être dépassé par des concurrents plus entreprenants ;

- soit engager l'investissement en acceptant les incertitudes actuelles et en pariant sur

l'avenir, mais cela signifie aussi prendre le risque d'un retournement défavorable de conjoncture.

Attitude prudente ou entreprenante des investisseurs européens en Chine ? La question est posée et n'appelle pas de réponse définitive, car de multiples facteurs sont à prendre en considération pour opérer une démarche d'investissement adaptée à un tel cadre économique. L'objet de cet article est d'apporter des éléments de réflexion relatifs à la pertinence de l'investissement direct européen en Chine. Ces éléments de réflexion vont concerner un type spécifique d'investisseurs européens, les investisseurs français, un type particulier d'investissement direct, la formation de coentreprises (ou *joint ventures*) sino-françaises et un type d'appréciation de la pertinence de l'investissement direct, la réaction du marché boursier français à l'annonce de la formation de ces coentreprises. Nous allons tout d'abord identifier le rôle-clé de la coentreprise comme mode d'entrée privilégié par les investisseurs étrangers, et notamment français, en Chine. Puis, à partir d'une méthodologie d'étude d'événements, nous présenterons des constats empiriques relatifs à l'appréciation boursière de la formation de coentreprises sino-françaises. La mise en relation de certaines variables caractéristiques des annonces étudiées (implantation côtière ou non des investisseurs français en Chine, répartition du capital de la coentreprise entre partenaires français et chinois, date de l'annonce, activité de la coentreprise sino-française) avec les évolutions boursières constatées nous permettra de mieux comprendre l'effet de l'annonce de la formation d'une coentreprise sino-française sur la valeur de marché de l'entre-

prise française impliquée. D'une manière plus générale, les évolutions boursières favorables, défavorables ou indifférentes nous permettront d'apporter certains éléments de réflexion quant à la pertinence de l'investissement direct français en Chine.

I. – LA COENTREPRISE : UN MODE D'ENTRÉE DOMINANT POUR LES INVESTISSEURS ÉTRANGERS EN CHINE

C'est à partir de 1978 que la Chine s'engagea, sous l'impulsion de Deng Xiaoping, dans une politique d'ouverture économique, caractérisée notamment par un accès facilité pour l'investissement direct étranger en Chine. Dans le cadre de cette politique de la « porte ouverte », le signal le plus favorable donné aux investisseurs étrangers potentiels a été la promulgation de la loi du 1^{er} juillet 1979 sur les entreprises à capitaux sino-étrangers. Autrement

depuis 1979
plus de 300 000 entreprises
chinoises à capitaux étrangers
se sont établis

connue sous le nom de loi sur les coentreprises, celle-ci a entraîné la création d'un nombre spectaculaire d'entreprises chinoises à capitaux étrangers. En effet, depuis la promulgation de cette loi en 1979 jusqu'à fin 1997, les autorités chinoises compétentes, en l'occurrence le MOFTEC (Ministry of Foreign Trade and Economic Cooperation), ont approuvé l'établissement de 316 280 entreprises chinoises à capitaux étrangers : aujourd'hui, plus de vingt millions de chinois sont employés dans ces entreprises (*MOFTEC bulletin*, 1998).

Après un ralentissement des investissements en 1989-1990 consécutif aux événements de la place Tian An Men, ceux-ci sont remontés en flèche à partir de 1993 (suite à l'annonce de Deng Xiaoping, en 1992, de son intention d'accélérer les réformes et la libéralisation de l'économie chinoise). À partir de cette date, la Chine est devenue le deuxième récepteur d'investissements étrangers après les États-Unis : en 1997, la Chine a reçu pour 52,4 milliards de dollars d'investissement direct étranger (*MOFTEC bulletin*, 1999).

Tout au long de cette période d'ouverture, la coentreprise a été la structure organisationnelle massivement privilégiée par les entreprises étrangères investissant en Chine (*The Economist*, 19 avril 1997 ; Luo, 1998). Dès 1986, la coentreprise est devenue la première forme d'investissement direct étranger en Chine et elle le reste encore aujourd'hui, aussi bien en nombre qu'en montant des contrats (*MOFTEC bulletin*, 1999) : en 1997, sur 52,4 milliards de dollars, les investissements réalisés dans le cadre de coentreprises représentaient 28,4 milliards de dollars (soit environ 54 % du montant total) et sur 21 000 contrats d'investissements étrangers, le nombre des coentreprises s'élevait à 11 374 (soit environ 54 % du nombre total). Bien que le ratio de filiales chinoises (ou d'entreprises chinoises détenues entièrement par des capitaux étrangers) par rapport à l'ensemble de l'investissement direct étranger se soit accru récemment (environ 7 % en nombre et 6 % en montant en 1988, contre environ 45 % en nombre et 31 % en montant en 1997), la coentreprise demeure le mode d'entrée dominant en Chine. Celle-ci apparaît « quand deux ou plusieurs partenaires apportent un certain nombre d'actifs à une

entité légale indépendante et sont rétribués à hauteur ou en partie de leur contribution avec les profits dégagés par cette entité » (Hennart, 1988, p. 362). Dans le contexte chinois, les contributions respectives de chacun des partenaires, étrangers et chinois, dans la coentreprise sont en général distinctes et complémentaires. Il s'ensuit que dans la typologie des alliances proposée par Hennart (1988) ou encore par Garrette et Dussauge (1995), les coentreprises sino-étrangères se rattachent dans leur ensemble aux *link joint ventures* ou aux « alliances complémentaires ». Ainsi, le partenaire étranger fournit l'expertise technique, la technologie et une partie du financement, alors que le partenaire chinois apporte les installations, les ressources humaines, les contacts avec les officiels du gouvernement provincial et central chinois, et l'accès au marché local (Jolly, 2001). La répartition du

le partenaire étranger fournit
l'expertise technique,
la technologie et une partie
du financement

capital de la coentreprise entre ses partenaires étant proportionnelle à la « valeur » de ces différents apports, il est apparu très rapidement une situation défavorable aux acteurs chinois. En effet, leurs ressources tangibles (installations et ressources humaines) ont été fréquemment dépréciées par le partenaire étranger, car celles-ci étaient peu productives et obsolètes. Mais, la fonction-clé et intangible d'« ouvreuse de portes » du partenaire chinois a été sous-évaluée, car sa valeur était difficile à établir et sujette à des appréciations subjectives. En définitive, les partenaires chinois se voyaient le plus souvent détenteurs d'une

participation minoritaire au capital des coentreprises. La loi du 13 avril 1988 sur les coentreprises contractuelles, complétant celle du 1^{er} juillet 1979, a permis aux partenaires chinois de s'appuyer sur un cadre juridique plus adapté aux contraintes locales chinoises. À côté des coentreprises « classiques », cette loi institue les coentreprises « contractuelles » qui se caractérisent par la dissociation entre la participation dans le capital et la répartition des bénéfices. Ainsi, il est possible pour un partenaire chinois de posséder seulement 30 % du capital de la coentreprise et d'en retirer 50 % des bénéfices. Cela permet d'intéresser et de rémunérer le partenaire chinois davantage pour les services rendus que pour les actifs mis en commun. Ce schéma de coentreprise contractuelle peut être utilisé par une entreprise étrangère qui a besoin de relations, de contacts, d'un « ouvreuse de portes ».

À la lueur de l'analyse des données récentes relatives aux coentreprises sino-étrangères (*China Business Review*, 1997, 1998 et 1999; *MOFTEC bulletin*, 1997, 1998 et 1999), il est possible de dégager certaines tendances spécifiques au progrès de ce mode d'investissement en Chine. Ces tendances, caractérisant l'évolution des coentreprises sino-étrangères pour la fin des années 1990 et le début du XXI^e siècle, peuvent se résumer en quatre points : élargissement sectoriel, réorientation géographique, augmentation de la taille des contrats et européanisation progressive des coentreprises sino-étrangères.

Afin de favoriser le développement économique global du pays, le gouvernement chinois a mis en place en 1989 une politique d'orientation sectorielle de l'investissement direct étranger. Il s'agissait d'énumérer en

détail les secteurs d'activité, faisant l'objet d'un investissement direct étranger prioritaire et fiscalement encouragé (notamment pour les coentreprises), et les secteurs restrictifs, voire interdits. Dès le départ, le MOFTEC a incité à la création de coentreprises dans des secteurs d'activité à forte utilisation de ressources humaines et à fort retard technologique : télécommunications, énergie, transports, métallurgie et matériaux de construction. L'emploi et la technologie n'ont d'ailleurs pas été les seuls critères d'ouverture sectorielle. Les devises étrangères procurées par tel ou tel secteur sont aussi devenues un critère d'élection de l'investissement direct étranger. Ayant reçu toute l'attention convergente des investisseurs étrangers et du MOFTEC, le secteur hôtelier a été celui qui a, jusqu'à aujourd'hui, attiré la plus grande partie de l'investissement direct étranger et a vu se créer le plus grand nombre de coentreprises.

le secteur hôtelier a été
celui qui a attiré la plus
grande partie
des investissements

Toutefois, en dépit de ces fortes restrictions initiales sur la plupart des secteurs de l'économie chinoise, ces derniers se sont « ouverts » les uns après les autres pour n'en laisser que quelques-uns hors de toute implication étrangère (défense nationale, industries de matières premières rares, poste...). Il y a eu tout d'abord l'ouverture des secteurs tertiaires non financiers (infra-

structures en réseau, distribution, industries de l'information...), puis les secteurs à haute technologie et enfin, très récemment, le secteur tertiaire financier (secrétariat d'État français à l'Industrie, 1999). Dans ce dernier secteur, l'ouverture est pour l'instant limitée : par exemple, pour les activités d'assurance, le MOFTEC n'accorde l'incontournable licence d'investissement qu'à une seule entreprise par pays, et celle-ci n'est valable que pour une seule activité (assurance-vie ou assurance-IARD) et une seule ville (*La Tribune*, 20 mai 1997). Mais, cette ouverture est bien réelle et le groupe français Axa en a profité pour débiter en 1998, comme seul et unique assureur français, une activité d'assurance vie à Shanghai (*La Tribune*, 13 février 1998).

La tendance à l'élargissement sectoriel de l'investissement direct étranger ne peut être distinguée d'une deuxième tendance à la fois consécutive et explicative de la première. En effet, la politique d'orientation géographique de l'investissement, mise en place dès 1979 par le gouvernement chinois, et caractérisée par la création des quatre premières zones économiques spéciales concentrées dans deux provinces du Sud (le Guangdong, proche de Hong Kong pour les trois premières et le Fujian, face à Taïwan, pour la dernière)¹, a facilité l'ouverture sectorielle, mais celle-ci a en retour produit un développement économique spectaculaire et déséquilibré des provinces côtières chinoises : en 1997, sur les 52,4 milliards de dollars de flux d'in-

1. La loi du 1^{er} juillet 1979 comprenait un volet relatif à la fiscalité des coentreprises. Afin de faciliter l'investissement direct étranger dans le cadre de coentreprises, le taux d'imposition du profit de ces entités a été fixé à un niveau sensiblement inférieur à celui des entreprises locales (taux fixé à 55 %). Les coentreprises sino-étrangères sont ainsi taxées à 15 % dans les zones économiques spéciales, à 24 % dans les zones géographiques « ouvertes » et à 30 % ailleurs.

vestissement direct étranger reçus par la Chine, près des trois quarts ont concerné les provinces côtières (*MOFTEC bulletin*, 1999). Le souci d'une réorientation de l'investissement direct étranger et des coentreprises sino-étrangères vers l'intérieur du pays a donné lieu, à partir de 1992, à l'adoption de nouvelles mesures fiscales favorables à l'investissement et à la création de zones de développement intérieur où les conditions d'investissement sont encore plus avantageuses que dans les traditionnelles zones économiques spéciales (par exemple, en allongeant la période d'exonération fiscale). Dans cette « Chine à plusieurs vitesses » (Gipouloux, 1997, p. 15), les rivalités entre provinces côtières et provinces intérieures, et parfois même entre provinces côtières elles-mêmes, sont nombreuses, et cela pour attirer les investisseurs étrangers. Cette concurrence entre provinces bénéficie à l'investissement direct étranger, qui s'en trouve facilité officiellement et officieusement ; comme l'a noté le

près de trois-quarts
des investissements
sont concentrés
dans les provinces côtières

secrétariat d'État français à l'Industrie (1999, p. 27), « certaines collectivités sont moins exigeantes que d'autres, qui acceptent tout projet [...] il existe de nombreux moyens de contourner les textes officiels et, très souvent, dans les faits, tout est toléré. Ce laxisme administratif ou du moins, un certain art de jongler avec la réglementation officielle se retrouve pratiquement partout en Chine ».

Ainsi, les tendances d'élargissement sectoriel et de réorientation géographique concourent à créer un cadre favorable pour l'investissement direct étranger et la création de coentreprises sino-étrangères. Ce cadre favorable, associé aux promesses de croissance de l'un des plus gros marchés du monde, ne laisse pas indifférent les investisseurs étrangers qui, en dépit de certaines réserves et interrogations, s'engagent plus intensément et plus largement dans le pays. Depuis longtemps, les multinationales et les grosses entreprises étrangères étaient présentes sur le marché chinois. Mais, alors que la taille moyenne des contrats de coentreprise stagnait autour de 1 million de dollars, les années 1990 ont connu un accroissement sensible et régulier de cette taille moyenne : de 1 million de dollars en 1990, la taille moyenne des contrats de coentreprise est passée à 1,7 million en 1994, et à 3 millions en 1996 (de Bruijn et Jia, 1997).

Comme le montre le tableau 1, cette taille moyenne est en constante progression et les investisseurs européens y contribuent pour une bonne part. Bien que relatives au seul mois de décembre 1998, ces informations partielles constituent un échantillon représentatif d'un phénomène de montée en puissance des investisseurs européens et d'europanisation des coentreprises sino-étrangères. Cette europanisation s'explique par la volonté des investisseurs européens de s'implanter sur ce marché si prometteur, en surmontant leurs inquiétudes et réserves quant à l'évolution de l'économie chinoise. Mais celle-ci résulte également et mécaniquement d'un autre phénomène, indépendant de l'engagement des Européens, qui est le reflux récent de l'investissement direct asiatique en Chine

Tableau 1
CRÉATION DE COENTREPRISES SINO-ÉTRANGÈRES EN DÉCEMBRE 1998

Partenaire(s) Chinois	Partenaire(s) Étranger(s)	Montant du Contrat	Activité de la Coentreprise
NA Liaoning (40 % du capital) Jilin Bioproducts Factory (50 %) NA Sichuan (30 %)	BTR Industrial Group (Grande-Bretagne – 60 %) Hoechst Roussel Vet (Allemagne – 50 %) Bayer (Allemagne – 70 %)	30 millions de dollars 12 millions de dollars 10,8 millions de dollars	Activité de la Coentreprise fabrication de moteurs électriques fabrication de vaccins pour les volailles fabrication de produits de soin pour les animaux
China Railway Locomotive Rolling Stock (49 %)	Alstom (France – 51 %)	5 millions de dollars	fabrication d'absorbants de chocs pour les michelines
Wuxi Little Swan (70 %)	Merloni (Italie – 30 %)	30 millions de dollars	fabrication de lave-vaisselle
Beijing Materials Group (45 %)	Dyno Industries (Belgique – 55 %)	3 millions de dollars	fabrication de résines
Huaguang Glass Group (25 %)	Rosen Bogur Private Trade (Australie – 75 %)	10 millions de dollars	fabrication de matériels en PVC
Beijing Stone Richsight Tech (60 %) AUCMA Group (45 %) Legend Holdings (49 %)	Sina Media (USA – 40 %) Am-Pac International (USA – 55 %) Computer Associates (USA – 51 %) Fairyoung Holdings (USA – 50 %) SIP Investment (Singapour – 50 %)	50 millions de dollars 45 millions de dollars 3,5 millions de dollars 2 millions de dollars 0,7 million de dollars	création de sites web en chinois fabrication et distribution de réfrigérateurs développement et distribution de logiciels développement d'outils de formation à Internet développement immobilier
China Huayu Development (50 %) Huaxin International Reality (50 %)			

N.B. : le montant total des contrats identifiés par *China Business Review* pour le mois de décembre 1998 est de 202 millions de dollars (100,5 millions pour les contrats nord-américains et 90,8 millions pour les contrats européens) et la taille moyenne de ces contrats est d'environ 16 millions de dollars (environ 25 millions pour les contrats nord-américains et environ 18 millions pour les contrats européens). (source : *China Business Review*, mars-avril 1999).

(le tableau 1 montre, par exemple, une quasi-absence des investisseurs asiatiques sur la période analysée). Ce reflux de l'investissement direct asiatique est particulièrement fort dans le cas des entreprises japonaises : « Ainsi, la demande japonaise en produits chinois s'étant réduite, les investissements japonais en Chine sont en forte régression (chute de 30 % durant le premier semestre de 1998) » (Gardet, 1998, p. 7). Dans les années à venir, la place mineure des européens dans le classement des plus gros investisseurs (les entreprises de l'Union européenne représentent le cinquième investisseur en 1997²) va progresser sous l'effet conjoint de la plus forte implication européenne, de la crise asiatique et de ses conséquences négatives pour les principaux partenaires régionaux de la Chine (Japon, Singapour et Taïwan).

II. – APPRÉCIATION BOURSIÈRE DES COENTREPRISES SINO-FRANÇAISES : PRIME, INDIFFÉRENCE OU DÉFIANCE ?

Cadre d'investissement favorable, implication étrangère, et notamment européenne, plus forte... le diagnostic de l'investissement direct européen en Chine pourrait être positif et écarter ainsi les inquiétudes de certaines entreprises à l'égard de ce marché. Pourtant, ce diagnostic se nuance dès lors que la question du bilan de l'investissement direct européen est abordée. À cette question, Gardet (1998, p. 6) dans une note d'actualité sur les relations commerciales

entre l'Union européenne et la Chine, répondait que « le bilan des entreprises sino-européennes en Chine est mitigé. Certaines comme Siemens, Alstom ou Nestlé y sont bien implantées, d'autres s'y maintiennent, mais avec des profits relatifs, d'autres, comme Peugeot, y ont connu un échec ». En avril 1997, la direction de Peugeot fit état de son intention de se retirer de la coentreprise GPAC (Guangzhou Peugeot Automobile Co.). Cette annonce surprit le milieu des affaires, car il n'était pas question ici de l'échec avéré d'une PME sans expérience et sans appui, mais de celui du deuxième constructeur automobile européen, d'un investisseur disposant d'une notoriété et d'une expérience internationales, notamment dans les pays en voie de développement. En plus de son caractère symbolique et retentissant, l'annonce du retrait de Peugeot en Chine a été la première d'une série pour les entreprises occidentales : Levi Strauss en 1997, Kimberly-Clark en 1998, General Electric et Occidental Petroleum en 1999. En 1999, même Volkswagen,

les expériences malheureuses de Peugeot, Levi Strauss ou General Electric ont montré que la rentabilité des coentreprises restait modeste et fragile

investisseur heureux jusqu'alors, rendit public l'existence de problèmes et de dissensions avec son partenaire chinois, Shanghai Automotive Industry Co. (*Business China*, 10 mai 1999). L'expérience malheu-

2. La position des européens dans l'investissement direct étranger en Chine est demeurée la même depuis 1989, date à laquelle ils ont cédé la quatrième place à Taïwan. En effet, en 1988, le gouvernement taïwanais a levé l'interdiction sur les transactions économiques avec la Chine. Cela a entraîné un investissement massif des entreprises de Taïwan (à titre d'illustration, l'investissement direct taïwanais est passé de 22,4 millions de dollars en 1988 à 154,8 millions un an plus tard).

reuse de Peugeot en Chine, mais aussi celle de Levi Strauss ou de General Electric, ainsi que les problèmes récents rencontrés par des coentreprises jusqu'alors prospères (Volkswagen), semblent montrer que la rentabilité des coentreprises est modeste mais surtout fragile. L'échec de Peugeot ne nous donne cependant qu'une appréciation partielle et partielle de la pertinence de l'investissement direct européen et français en Chine. Le niveau modeste et fragile de la rentabilité des coentreprises n'est qu'une tendance qui demanderait à être validée en invitant un nombre beaucoup plus important de partenaires étrangers et chinois à s'exprimer sur cette question.

Dans cet article, nous avons fait le choix d'étudier les réactions d'un acteur particulier à l'égard des coentreprises sino-étrangères, et plus précisément sino-françaises. Il ne s'agit ni des réactions des partenaires français ni de celles des partenaires chinois, mais de celles du marché boursier français. En regard de notre objectif d'apprécier la pertinence de l'investissement direct français en Chine, il nous a paru intéressant de présenter les réactions boursières des entreprises françaises suite à l'annonce de la formation d'une coentreprise en Chine. Les évolutions boursières favorables, défavorables ou indifférentes nous permettront de préciser la position sur ce sujet de l'actionnariat dont le comportement (d'achat ou de vente d'actions) vis-à-vis des entreprises françaises concernées peut être lourd de conséquences pour ces dernières. Le descriptif de la méthodologie d'étude d'événements et de l'échantillon d'annonces de formation de coentreprises sino-françaises est détaillé en annexe.

En 1997, l'investissement direct français en Chine s'élevait à 476 millions de dol-

lars et plaçait la France au troisième rang des pays de l'Union européenne après la Grande-Bretagne (1,8 milliard de dollars) et l'Allemagne (1 milliard de dollars). Les investissements directs français récents ont permis de redresser une position relative qui s'était fortement dégradée en 1989, 1990 et 1991 en raison de l'arrivée massive d'investissements provenant de Taïwan et de Hong Kong (0,9 % de l'investissement direct étranger en 1997 contre seulement 0,2 % en 1990). Le recensement des coentreprises sino-françaises faisait apparaître un total de 268 à la fin de l'année 1996. Beijing, Shanghai et la province du Guangdong sont les principaux lieux d'implantation des coentreprises sino-françaises. Les investisseurs français sont en majorité des grands groupes dont certains se distinguent par leur antériorité : c'est le cas d'Aventis (qui comptait, en 1997, douze coentreprises représentant un engagement global d'environ 300 millions de dollars), d'Air Liquide (qui comptait, en 1997, seize coentreprises représentant un engagement global d'environ 100 millions de dollars) et d'Alcatel (qui comptait en 1997 dix-sept coentreprises dont la plus importante Shanghai Bell, représentant un engagement global d'environ 400 millions de dollars). D'autres entreprises françaises ont lancé une politique d'investissement plus récente, mais affichant une forte ambition : c'est le cas des trois grandes filiales du groupe Elf (Elf Hydrocarbures, Elf Atochem et Sanofi) qui sont très présentes (celles-ci totalisaient huit coentreprises en 1997), de Total qui a créé la première raffinerie sino-étrangère en Chine (l'investissement étant de plus de 1 milliard de dollars) et de Pechiney (qui comp-

Tableau 2
RENDEMENTS ANORMAUX MOYENS (RAM), RENDEMENTS ANORMAUX
MOYENS CUMULÉS (RAMC) ET TEST T RELATIFS AUX ANNONCES
DE FORMATION DE COENTREPRISES SINO-FRANÇAISES
(EFFECTIF = 40 ANNONCES)

Jour	RAM (%)	RAMC (%) sur 21 jours	RAMC (%) sur 11 jours
-10	-0,306	-0,306	
-9	0,209	-0,097	
-8	0,095	-0,002	
-7	-0,122	-0,124	
-6	-0,252	-0,376	
-5	0,039	-0,337	0,039
-4	0,26*	-0,077	0,299
-3	-0,801****	-0,878	-0,502
-2	0,12	-0,758	-0,382
-1	-0,188	-0,946	-0,57
0 (Annonce)	-0,231	-1,177	-0,801
+1	0,004	-1,173*	-0,797
+2	-0,018	-1,191*	-0,815*
+3	-0,03	-1,221**	-0,845*
+4	-0,031	-1,252**	-0,876*
+5	0,07	-1,182*	-0,806
+6	0,064	-1,118	
+7	0,43	-0,688	
+8	-0,223	-0,911	
+9	-0,541***	-1,452*	
+10	-0,077	-1,529	

* Significatif à 10 % ** Significatif à 5 % *** Significatif à 1 % **** Significatif à 0,5 %

tait, en 1997, trois coentreprises représentant un engagement global d'environ 50 millions de dollars).

Pour les annonces de formation de coentreprises sino-françaises, un impact cumulé significatif et négatif a été mis en évidence du premier au cinquième jour après l'annonce (respectivement de -1,173 %, -1,191 %, -1,221 %, -1,252 % et -1,182 %) et neuf jours après cette annonce (de -1,452 %). L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés

montre un certain impact de l'événement, débutant après la date de son annonce publique et s'amplifiant progressivement jusqu'à un maximum de quatre jours après cette annonce (cf. tableau 2). Vers la fin de la fenêtre de l'événement, une nouvelle dégradation des rendements anormaux moyens cumulés (ceux-ci accusant une baisse cumulée d'environ -1,529 %, dix jours après la date de l'annonce) est enregistrée. La forte réaction boursière négative, observée le troisième jour qui précède

l'annonce (de $-0,801\%$), mais également le jour avant et le jour même de l'annonce, nous incite à penser que l'information relative à ces coentreprises est parvenue progressivement aux acteurs boursiers en grande partie avant leur première annonce publique dans la presse. Ce caractère progressif de la diffusion de l'information et de sa prise en compte dans les cours apparaît nettement dans le fait qu'aucun rendement anormal moyen significatif n'est associé à la date de l'annonce elle-même alors que plusieurs rendements anormaux moyens significatifs apparaissent à différentes dates durant la fenêtre de l'événement.

Nos résultats se démarquent de ceux obtenus pour les annonces de formation de coentreprises sino-américaines. En effet, certaines études anglo-saxonnes ont enre-

gistré une valorisation positive des annonces de formation de coentreprises sino-américaines (Chen *et al.* 1991 ; Gupta *et al.*, 1991 ; Hu *et al.*, 1992 ; Cheng *et al.*, 1998). Seule l'étude de Lee et Wyatt (1990) présenta une valorisation négative, mais pour un échantillon limité de 11 annonces. Plusieurs hypothèses (qui demanderaient à être validées par des études complémentaires) peuvent être avancées pour justifier ces réactions boursières inverses à l'égard de l'investissement en Chine : tout d'abord, la Chine apparaît être une zone géographique particulièrement convoitée par les entreprises américaines (en 1997, l'investissement direct américain en Chine s'élevait à 3,4 milliards de dollars et plaçait les États-Unis au deuxième rang des investisseurs

Figure 1

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE DES RENDEMENTS ANORMAUX MOYENS (RAM) ET DES RENDEMENTS ANORMAUX MOYENS CUMULÉS (RAMC) RELATIFS AUX ANNONCES DE FORMATION DE COENTREPRISES SINO-FRANÇAISES

derrière Hong Kong). Ensuite, la proximité géographique a depuis longtemps contribué à placer la Chine au centre des intérêts économiques et géopolitiques américains. Enfin, l'existence d'une importante « diaspora » chinoise sur la côte Ouest des États-Unis a permis aux entreprises américaines de s'appuyer dans leur développement chinois sur des « expatriés » biculturels à l'aise dans le cadre des coentreprises sino-américaines.

l'accueil défavorable réservé par le marché français révèle une certaine défiance à l'égard des coentreprises sino-françaises

Les évolutions boursières défavorables présentées dans le tableau 2 et la figure 1 s'inscrivent dans une tendance à la prudence de la part du marché boursier français. L'accueil défavorable réservé par le marché boursier français révèle une certaine défiance que semblent lui inspirer les expériences de coentreprises sino-françaises perçues comme un outil de rentabilité et de création de richesses pour les actionnaires. En regard de l'existence d'un effet de levier des annonces de formation de coentreprises sino-américaines sur le cours des actions des entreprises américaines impliquées, quelles raisons peut-on invoquer pour comprendre les réactions négatives du marché boursier français ?

La mise en relation de quatre variables caractéristiques des annonces étudiées (implantation côtière ou non des investisseurs français en Chine, répartition du capital de la coentreprise entre partenaires français et chinois, date de l'annonce, activité de la coentreprise sino-française) avec les évolutions boursières enregistrées constitue

un prolongement statistique de l'analyse des rendements anormaux moyens, dont l'objectif est de mieux comprendre l'effet boursier de l'annonce de la formation de coentreprises sino-françaises. Ces quatre variables ont été choisies ici, car leur influence sur le succès des coentreprises internationales implantées en Chine avait été suggérée aussi bien par la littérature sur ce thème que par l'observation du fonctionnement de ces structures. Ainsi, les coentreprises implantées dans des régions économiquement développées (les régions côtières, et notamment la province du Guangdong et la municipalité à rang de province de Shanghai) et dont le capital est détenu en majorité par le partenaire étranger sont souvent performantes (Yan et Gray, 1994; Huang et Zhang, 1996). L'association des deux autres variables au succès de ces coentreprises est moins évidente, mais elle pouvait être envisagée notamment pour leur date de création, car certaines années n'ont pas été particulièrement propices à leur développement (la crise asiatique de 1997 et ses prolongements en 1998). À partir de ces constats, nous avons posé l'hypothèse que ces variables pouvaient être intégrées par le marché boursier français, lors de son appréciation des annonces de formation de coentreprises sino-françaises.

À l'aide d'une analyse de régression multiple (tableau 3), nous avons cherché tout d'abord à expliquer les variations des rendements anormaux moyens constatés à partir de l'étude des variations de trois variables indépendantes : l'implantation côtière ou non des investisseurs français en Chine (variable codée 0 pour une implantation non côtière, et 1 pour une implantation côtière), la répartition du capital de la coentreprise entre partenaires français et chinois

(variable codée 0 pour une domination chinoise du capital, 1 pour une répartition 50/50 et 2 pour une domination française du capital) et l'activité de la coentreprise sino-française (variable codée 0 pour les services et 1 pour l'industrie).

Le tableau 3 présente les rendements anormaux moyens analysés comme une fonction de trois variables explicatives. À la lecture des résultats, il apparaît que la qualité du modèle explicatif testé est globalement mauvaise: le F de Fisher-Snedecor n'est significatif que pour trois régressions seulement (c'est le cas pour les rendements anormaux moyens du troisième jour précédant l'annonce, ainsi que pour ceux du sixième et du dixième jour suivant l'annonce). En regard d'autres études (Chen *et al.*, 1991; Cheng *et al.*, 1998) qui ont employé les mêmes variables, mais dans un contexte différent (rendements anormaux associés aux annonces de formation d'une coentreprise américano-chinoise), la mauvaise qualité globale de notre modèle explicatif

n'est pas surprenante. En effet, ces études américano-chinoises ont conclu à l'absence de pouvoir explicatif de ces trois variables et ont suggéré d'introduire de nouvelles variables explicatives propres au partenaire étranger telles que, par exemple, son expérience internationale et la structure de son actionnariat, et propres à la zone d'investissement telles que, par exemple, l'appréciation du risque-pays. Cependant, une analyse plus détaillée des résultats du tableau 3, et notamment de la significativité de la contribution de chaque variable explicative, ne nous permet pas d'écarter totalement certaines variables d'un modèle visant à identifier les facteurs explicatifs des rendements anormaux moyens enregistrés. Si l'implantation côtière des investisseurs français en Chine ne semble pas être une variable explicative pertinente, il n'en est pas de même pour la répartition du capital de la coentreprise entre partenaires français et chinois et ni pour l'activité de la coentreprise sino-française qui, pour quelques

Tableau 3

RÉGRESSION MULTIPLE (PRÉSENTATION DES VALEURS DE T, DE F ET DE R²)

RAM (jour)	-10	-9	-8	-7	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
Implantation	0,58	0,003	-0,05	-1,19	0,69	0,29	0,64	-1,82*	-0,37	0,99	-0,64
Capital	0,26	0,487	-0,73	-0,07	-0,48	-0,6	-0,16	-2,09**	1,6	-0,89	0,4
Activité	0,09	0,036	-0,24	-0,34	0,68	0,18	0,49	-0,27	0,17	1,56	0,61
Valeur de F	0,12	0,08	0,14	0,5	0,4	0,2	0,21	2,24*	1	1,32	0,4
r ²	0,01	0,008	0,02	0,04	0,03	0,01	0,02	0,18	0,09	0,11	0,04
RAM (jour)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Implantation	0,94	-0,14	0,46	-0,51	-0,66	1,72*	-1,5	0,83	-0,1	-0,26	
Capital	-0,31	-0,28	0,12	1,3	-0,3	-0,63	-0,18	0,79	0,44	-3,56***	
Activité	-0,05	-1,91*	-0,07	-0,67	-1,98**	-3,51***	1,39	-0,44	0,43	1,31	
Valeur de F	0,38	1,27	0,08	0,82	1,4	5,85***	1,6	0,46	0,15	4,7***	
r ²	0,04	0,11	0,007	0,07	0,12	0,36	0,13	0,04	0,02	0,31	
			* Significatif à 10 %			** Significatif à 5 %			*** Significatif à 1 %		

périodes précises de la fenêtre de l'événement, apportent des éléments de compréhension des réactions boursières observées.

la répartition du capital
de la coentreprise est
une des variables explicatives
des réactions boursières
observées

Ainsi, un impact significatif sur les rendements anormaux moyens est constaté les jours -3 et +10 pour la répartition du capital et +2, +5 et +6 pour l'activité des coentreprises: nous pouvons noter que sur ces

périodes, le marché boursier français semble valoriser indépendamment une domination locale du capital et un investissement dans les activités de services.

L'analyse de la variance présentée dans le tableau 4 complète l'expérimentation du modèle explicatif précédent, en cherchant à déterminer si la date (années 1994, 1995, 1996, 1997 et 1998) des annonces de formation de coentreprises sino-françaises a une influence sur les rendements anormaux moyens qui leur sont associés.

Les résultats montrent qu'à certaines dates précises de la fenêtre de l'événement (-9, +4, +9 et +10), les rendements anormaux

Tableau 4

ANALYSE DE VARIANCE SIMPLE (PRÉSENTATION DES VALEURS MOYENNES
DES RENDEMENTS ANORMAUX MOYENS ET DE F)

RAM (jour)	-10	-9 ^a	-8 ^b	-7 ^c	-6	-5	-4	-3	-2	-1	0
1994	-0,04 %	-0,2%	-0,4%	0,3%	-0,03%	-0,3%	0,1%	-0,4%	0,7%	0,2%	0,1%
1995	-1%	-0,2%	-0,1%	0,5%	-1,4%	0,1%	-0,2%	-1%	0,4%	-0,2%	-1,2%
1996	-0,5%	0,2%	-0,2%	-0,7%	-0,1%	0,8%	0,8%	-1%	0,1%	-0,2%	-0,1%
1997	0,2%	-0,3%	0,3%	-0,5%	-0,1%	-1%	-0,03%	0,1%	-0,9%	-0,04%	0,3%
1998	0,4%	2,2%	1,6%	0,3%	1,2%	-0,1%	0,4%	-1,9%	0,1%	-0,8%	0,02%
Valeur de F	0,83	2,88**	1,51	1,64	1	0,92	0,47	0,75	1,02	0,36	1,19
RAM (jour)	1 ^d	2	3 ^e	4 ^f	5	6	7	8 ^g	9 ^h	10 ⁱ	
1994	-0,04 %	0,01%	0,2%	-0,3%	0,2%	-0,2%	0,6%	-0,2%	-0,1%	0,4%	
1995	0,7%	0,2%	-0,2%	0,1%	-0,4%	0,3%	-0,1%	0,8%	-0,1%	-0,6%	
1996	0,3%	-0,5%	0,1%	-0,3%	-0,1%	0,4%	0,5%	-0,5%	-0,4%	0,4%	
1997	-1,2%	-0,3%	-0,8%	-0,5%	0,4%	-0,4%	0,9%	-0,4%	-0,2%	0,5%	
1998	-0,8%	1,2%	0,9%	1,4%	0,7%	-0,2%	0,2%	-1,4%	-3,2%	-1,8%	
Valeur de F	2,05	1,26	1,42	3,21**	0,76	0,54	0,3	1,72	5,06***	2,81**	

* Significatif à 10 %

** Significatif à 5 %

*** Significatif à 1 %

^a 1994 opposée à 1998**, 1995 opposée à 1998***, 1996 opposée à 1998** et 1997 opposée à 1998***; ^b 1994 opposée à 1998** et 1996 opposée à 1998**; ^c 1995 opposée à 1996**; ^d 1995 opposée à 1997**; ^e 1997 opposée à 1998**; ^f 1994 opposée à 1998***, 1995 opposée à 1998**, 1996 opposée à 1998*** et 1997 opposée à 1998***; ^g 1995 opposée à 1998**; ^h 1994 opposée à 1998***, 1995 opposée à 1998***, 1996 opposée à 1998*** et 1997 opposée à 1998***; ⁱ 1994 opposée à 1998**, 1996 opposée à 1998*** et 1997 opposée à 1998**.

moyens varient de façon significative selon les années. Les variations positives ou négatives des rendements anormaux moyens prennent toute leur signification lorsque des comparaisons statistiques entre les années sont effectuées. En analysant les années deux par deux, il ressort que les annonces de 1998 se distinguent des autres pour l'importance et surtout le sens de la valeur moyenne de leurs rendements anormaux (cf. figure 2). L'année 1988 semble marquer une rupture dans l'appréciation boursière des coentreprises sino-françaises : les variations des rendements anormaux moyens des annonces de 1998 apparaissent positives et significatives (pour les jours -9, -8, +3 et +4), alors que les quatre années précédentes sont globalement caractérisées par une tendance négative. Il faut noter néanmoins que les variations des

jours +9 et +10 pour l'année 1998 sont négatives et pourraient correspondre à des corrections du marché boursier. L'analyse de la figure 2 montre également que les annonces de formation de coentreprises sino-françaises faites en 1998 paraissent avoir sur les cours une influence momentanée et circonscrite aux quelques jours qui les entourent, mais ne se prolongent pas dans le temps. Cette influence, bien que transitoire, apparaît tout de même comme positive sur les cours. La représentation graphique des rendements anormaux moyens cumulés de 1998, sur l'ensemble des dix jours suivant la date de l'événement, montre clairement un phénomène de croissance forte des rendements anormaux moyens cumulés juste après la date d'annonce et qui reviennent, ensuite, à leurs niveaux initiaux, proches de rendements

Figure 2

REPRÉSENTATION GRAPHIQUE DES RENDEMENTS ANORMAUX MOYENS CUMULÉS (RAMC) RELATIFS AUX ANNONCES DE 1994-1998 ET DE 1998

anormaux moyens, faibles, en fin de période. Si en 1998, annoncer la formation d'une coentreprise sino-française crée de la richesse pour les actionnaires de l'entreprise française impliquée, cette création de valeur reste néanmoins purement conjoncturelle et ne semble pas se pérenniser.

Dans l'ensemble, nous pouvons souligner la faiblesse globale de notre modèle explicatif. Celui-ci gagnerait en qualité si des variables explicatives supplémentaires de nature financière et géo-économique lui étaient associées. Sur la question de la qualité du modèle testé, nos résultats sont convergents avec ceux de la littérature anglo-saxonne ; même si, à certaines dates de la fenêtre de l'événement et indépendamment les unes des autres, trois des quatre variables utilisées présentent un pouvoir explicatif non négligeable. Cependant, un point de divergence demeure et appelle d'autres études d'événements dans le contexte français : il s'agit de l'appréciation apparemment négative des annonces de formation de coentreprises implantées en Chine de la part du marché boursier français (cette appréciation étant l'inverse de celle du marché boursier nord-américain).

CONCLUSION

« DES RÊVES DIFFÉRENTS DANS UN MÊME LIT »

L'interrogation qui vient d'être formulée nous a conduit à envisager deux hypothèses explicatives. La première hypothèse relie les réactions globalement négatives du marché boursier français à des événements d'ordre conjoncturel, mais qui incitent à la prudence vis-à-vis de l'évolution de l'économie chinoise à court terme. Certains de ces événements sont sensibles

pour les acteurs boursiers : la situation financière de la Chine est ainsi suivie par le marché boursier français. En 1998, l'annonce de la mise en faillite du fonds d'investissement GITIC (le Guangdong International Trust & Investment Co. affichait une perte d'un montant de 4,4 milliards de dollars) a frappé les esprits boursiers. De plus, le projet de liquidation du GITIC et l'éventualité d'un non-remboursement des 135 institutions financières étrangères impliquées ne sont pas des nouvelles rassurantes pour les marchés boursiers européens, et notamment français. La mise en faillite du GITIC, et surtout la façon dont la liquidation va être gérée, donnent le ton de la restructuration financière qui se profile en Chine et incitent les institutions financières étrangères à la prudence : « le mouvement est en cours et va immanquablement s'accroître. Les Japonais se sont retirés, la moitié des banques asiatiques ne sont plus en état de prêter à la Chine et les Américains réduisent leurs engagements » (entretien avec Didier Balme, Directeur général de la BNP à Hong Kong, *Les Échos*, 12 janvier 1999).

les réactions boursières traduisent
une défiance à l'encontre
de la zone mais également face
au mode d'investissement
de la coentreprise

Une deuxième hypothèse explicative des rendements anormaux négatifs enregistrés dans le tableau 2 peut être explorée. Celle-ci complète la précédente en adoptant néanmoins un autre point de vue, moins focalisé sur l'appréciation de la zone géographique (analyse du risque-pays) que sur celle du mode d'entrée ou d'investissement utilisé.

Les réactions boursières globalement négatives seraient susceptibles de révéler une double défiance, tout d'abord à l'encontre de la zone géographique, ensuite à l'encontre du mode d'investissement adopté qui est celui de la coentreprise. Cette deuxième hypothèse, envisageant spécifiquement une réserve boursière vis-à-vis d'un mode d'investissement particulier n'est pas dénuée de tout fondement empirique (Hubler et Meschi, 2000). En utilisant la même méthodologie d'étude d'événements, Finnerty *et al.* (1986, p. 22) concluaient une étude sur l'impact boursier des coentreprises en notant « qu'il y a peu d'observations sur des effets de valorisation significative associés à la formation de coentreprises [...]». Au contraire, les constats de rendements anormaux négatifs se multiplient ». La coentreprise pourrait apparaître ainsi comme un mode d'investissement moins approprié et moins apprécié que d'autres modes d'investissement, tels que l'acquisition et la filiale (c'est-à-dire une entreprise locale détenue entièrement par des capitaux étrangers). La justification de cette hypothèse se situe à un niveau managérial, et non à un niveau strictement boursier. Souvent, la « sphère » boursière agit comme caisse de résonance de la « sphère » réelle. Le commentaire suivant du directeur général de l'entreprise française Alcatel Câble (filiale du groupe Alcatel) résume ainsi un point de vue partagé

la coentreprise semblerait
désormais moins appréciée
que la fusion ou la filiale

par de nombreux professionnels du management, lorsqu'on les interroge sur le choix d'un mode d'investissement: « En tant que

dirigeant, je pense en permanence acquisition et alliance. Les deux manœuvres ne sont pas complémentaires mais tout à fait concurrentes, même si l'on peut commencer par l'une pour aboutir à l'autre. Mais il ne faut pas se cacher la réalité, il faut une très grande abnégation personnelle, quand vous êtes dirigeant, pour accepter d'entrer dans une stratégie d'alliance » (entretien avec Gérard Hauser, *in* Schmidt, 1998, p. 237). Replacé dans le contexte chinois, cette hypothèse trouve aussi des justifications empiriques. Ainsi, les revues *The Economist* (19 avril 1997) et *Harvard Business Review* (Vanhonacker, 1997) se faisaient l'écho de nombreuses expériences d'entreprises étrangères dont l'investissement en Chine, sous la forme d'une acquisition ou de la création d'une filiale (la loi du 12 avril 1986 autorise l'existence d'entreprises chinoises détenues entièrement par des capitaux étrangers), a été un succès: c'est le cas, notamment, de la filiale chinoise de Motorola qui, tout en opérant dans une industrie extrêmement régulée (la fabrication et la commercialisation de téléphones mobiles), est reconnue comme étant l'un des investissements étrangers les plus rentables, ou encore de celui de la société Saint-Gobain qui a échappée à la faillite de sa coentreprise en rachetant la participation de son partenaire chinois. Pourtant, le mode d'investissement de la coentreprise dispose de nombreux atouts spécifiques (partage des coûts et des risques entre les partenaires, accès rapide aux compétences recherchées, coûts de transaction limités, problèmes d'intégration limités, connaissance facilitée du pays et de son marché grâce au partenaire local...) qui peuvent se révéler stratégiques dans le contexte incertain de l'économie

chinoise, mais cela à condition que les investisseurs étrangers ne considèrent pas la coentreprise comme une solution de facilité.

Cette réserve de certains dirigeants et milieux d'affaires français à l'égard de la coentreprise considérée comme mode de développement international s'explique, en grande partie, par la multiplication des expériences décevantes vécues dans différentes régions du monde. Avec ses caractéristiques structurelles originales (capital et pouvoir partagés entre les partenaires, décisions collégiales, management « bicéphale » etc.), la coentreprise est soumise à des pressions internes et externes multiples, et souvent contraires, qui en font une organisation particulièrement instable et fragile. La littérature sur la question de l'instabilité des coentreprises associée aux relations entre les partenaires invoque fréquemment la responsabilité des « différences culturelles » (Lane et Beamish, 1990; Zeira et Shenkar, 1990). Ce terme générique rassemble, sous une même dénomination, des facteurs qui sont contingents à chaque zone géographique étudiée. Dans le cas chinois,

les différences culturelles
sino-françaises concernent
le partage du pouvoir au sein
de la coentreprise
et la divergence des objectifs

ces craintes d'échec des coentreprises sino-françaises sont fortes, car les différences culturelles entre partenaires français (et plus généralement occidentaux) et chinois sont loin d'être négligeables. Ces différences culturelles sino-françaises sont à relier plus particulièrement à deux facteurs explicatifs :

1) Le premier facteur est celui du partage du pouvoir au sein de la coentreprise. En effet, une première source de problèmes tient à l'interprétation différente donnée par les Chinois et les Occidentaux du lien entre répartition du capital et pouvoir dans la coentreprise. Dans la logique occidentale, celui qui détient la majorité détient le pouvoir. Ohmae (1989, p. 148) a montré qu'il existait à ce sujet des « valeurs » solidement ancrées dans la tradition capitaliste occidentale, « une tradition qui a longtemps enseignée aux dirigeants l'arithmétique dangereusement incorrecte qui ramène 51 % [du capital] à 100 % et 49 % à 0 % ». Il suffit de consulter le tableau 1 pour se rendre compte que cette tradition du contrôle reste vivace chez les investisseurs occidentaux en Chine. Or, la partie chinoise ne l'entend pas automatiquement ainsi. Il arrive souvent que, pour les partenaires chinois, posséder 51 % du capital de la coentreprise permette de disposer de 51 % des dividendes, mais pas du pouvoir absolu : « Là où l'occidental voit la règle de la majorité, le Chinois estime que seulement 2 % séparent les deux partenaires » (Chieng, 1999, p. 112).

2) Le deuxième facteur est celui de la divergence des objectifs. Si les partenaires occidentaux sont, avant tout, concernés par des objectifs économiques de profit, les partenaires chinois, de leur côté, semblent associer à ces objectifs économiques d'autres objectifs, politiques et sociaux : « Là où l'investissement représente des chiffres désincarnés pour l'un [le partenaire occidental], l'autre y voit sa région, ses parents, ses amis, la société dans laquelle il vit. Le chef d'entreprise chinois est plus qu'un patron : il s'occupe de la vie privée de ses employés, forme une famille avec ses clients et ses

fournisseurs, et, s'il réussit, sa réussite lui donne des responsabilités envers la société et leurs représentants » (Chieng, 1999, p. 111). En dépit de la présence de ces différents problèmes économiques, organisationnels et culturels qui déstabilisent les coentreprises sino-françaises, cette forme structurelle est loin de disparaître et les entreprises françaises engagées dans des stratégies de développement international sont de plus en plus nombreuses à l'expérimenter. Bien que ces problèmes ne soient pas négligeables, il n'y a pas de fatalité pour l'investissement direct français en Chine (les rendements anormaux moyens globalement positifs, enregistrés pour les annonces faites en 1998, pourraient d'ailleurs être le signe d'un revirement de tendance et de perception boursières favorables à l'égard des coentreprises sino-françaises). Les éventuels investisseurs doivent néanmoins être sensibilisés à l'identification et au management de ces problèmes. Faute de quoi, la coentreprise ne serait que la réunion de deux partenaires faisant « des rêves différents dans un même lit », (selon une vieille expression chinoise popularisée par l'ancien Premier ministre Zhou Enlai) et serait assurément vouée à l'échec.

ANNEXE

MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

La Méthodologie d'étude d'événements

La méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces de formation d'une coentreprise sino-française sur la valeur boursière des entreprises françaises impliquées dans cette coopération. S'inspirant de l'expérimentation initiale de Fama *et al.* (1969), cette méthodologie s'appuie sur

l'idée que le marché boursier réagit immédiatement à des annonces qui sont supposées affecter la performance future de l'entreprise cotée. Cette idée selon laquelle le marché boursier prend en compte toutes les informations (notamment en provenance des entreprises cotées) a été répandue par l'analyse chartiste ou technique. Les annonces faites par ces entreprises sont ainsi captées par les acteurs boursiers : leurs réactions à l'achat ou à la vente d'actions en constituent l'interprétation boursière. Le recours à cette méthodologie facilite la mise en lumière de l'impact de l'annonce étudiée sur les cours d'une action sur une période donnée, en comparant son rendement effectivement observé sur cette période avec le rendement qui aurait été le sien sur cette période, si l'annonce n'était pas survenue (rendement normal). Pour calculer ce rendement normal, un modèle de marché (régression linéaire) a été tout d'abord estimé pour chaque titre de l'échantillon. Cette estimation a été réalisée sur les 200 jours de bourse précédant le début de la fenêtre de l'événement retenu, soit entre les dates $j = -210$ et $j = -11$ compris par rapport à la date de l'événement. L'indice retenu pour l'évaluation des rendements de marché est l'indice CAC 40. Ensuite, une série de tests ont été menés pour juger de la significativité statistique de ces estimations : les tests mis en œuvre étaient, d'une part, le test du F de Fisher-Snedecor pour juger de la significativité globale du modèle, puis, d'autre part, les tests t de Student des deux coefficients de la régression. Ont alors été retirés de l'échantillon tous les titres pour lesquels les résultats du test de F ou du test t n'étaient pas significatifs (au seuil de 5 %). Nous pouvons remarquer que les résultats de ces deux tests étaient pratiquement toujours

identiques. Les titres retirés (4 au total) de l'échantillon l'ont donc été dans presque tous les cas, du fait de leur non-significativité simultanée à ces deux tests. Finalement, les modèles estimés ont été utilisés pour évaluer les rendements normaux des actions durant la fenêtre de l'événement. L'écart constaté (entre le rendement observé et le rendement normal estimé pour chaque jour de la fenêtre de l'événement), qualifié de rendement anormal, est alors interprété comme la mesure de l'impact de l'annonce sur les cours de l'action durant cette période. Les rendements anormaux des différentes actions, agrégés sous la forme de rendements anormaux moyens correspondant à une date précise et cumulés sur toute la période supposée d'impact de l'annonce sur les cours, ont été l'objet de tests statistiques (test *t* de Student) destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces de formation d'une coentreprise sino-française et la valeur boursière des entreprises françaises analysées. Deux périodes d'analyse de l'impact de l'annonce ont été utilisées : une période d'amplitude assez large de 21 jours (avec 10 jours précédant et 10 jours suivant la date de l'annonce) qui permet d'identifier des anticipations et des corrections éventuelles du marché boursier, et une période plus courte, plus ramassée autour de la date de l'annonce (cette période comprend 11 jours).

L'échantillon de travail

Un échantillon de travail a été constitué à partir de la publication d'informations relatives aux annonces de formation d'une coentreprise sino-française, et cela dans le quotidien français *Les Échos* entre 1994 et 1998. Il est important de souligner que les annonces retenues dans notre échan-

tillon correspondaient à la formation de coentreprises (ou *joint ventures*) exclusivement. N'ont pas été conservées les annonces d'accords de R&D, de franchises, de licences... Ont ensuite été retirées toutes les annonces concernant des entreprises françaises non cotées pour leurs actions sur l'un des compartiments « actions françaises » du marché boursier français. Au final, notre échantillon de travail comprenait 40 annonces sur lesquelles ont été évalués les rendements anormaux. La description détaillée de l'échantillon montre que celui-ci est caractérisé par des tendances particulières et représentatives de l'orientation actuelle de l'investissement direct français en Chine. Ces tendances de notre échantillon peuvent se résumer ainsi :

- 1) La plupart des coentreprises sino-françaises ont été formées entre 1994 et 1996. La crise asiatique de 1997 peut expliquer en partie la diminution du nombre de coopérations à partir de cette date, mais d'autres facteurs peuvent être invoqués (augmentation de la taille des investissements en coentreprises, recours à d'autres modes d'investissement...);
- 2) La majorité du capital de ces coentreprises est détenu quasi-systématiquement par le partenaire français, ce qui est cohérent avec le constat réalisé dans le paragraphe de notre texte relatif aux différences culturelles entre les partenaires français et chinois au sein des coentreprises ;
- 3) L'essentiel de l'investissement français, dans le cadre des coentreprises, est situé dans les provinces côtières chinoises industrielles (33 annonces sur 40, le reste des annonces renvoyant à des régions non côtières), qui sont les plus développées économiquement (notamment la province du Guangdong et la municipalité à rang de pro-

vince de Shanghai). Cette troisième tendance propre à notre échantillon est similaire à celle constatée sur l'ensemble de la population des coentreprises sino-françaises par le poste d'expansion économique français en Chine ;

4) Une grande majorité de l'investissement français en Chine concerne les activités industrielles (32 annonces sur 40, le reste des annonces renvoyant à des activités de services) ;

5) Des entreprises françaises apparaissent dans notre échantillon comme étant des investisseurs récurrents dans les coentreprises sino-françaises. Plusieurs annonces de formation d'une coentreprise sino-française, concernant une même entreprise française, ont été enregistrées : il s'agit de Danone (4 annonces), d'Aventis (4 annonces), d'Air Liquide (3 annonces), de Saint-Gobain (3 annonces), de Valeo (2 annonces) et d'Elf (2 annonces).

Quelques données chiffrées sur l'échantillon de travail

BIBLIOGRAPHIE

- Chen, H., Hu, M. Y., Shieh, J.-C., « The wealth effect of international joint ventures: The case of U.S. investment in China », *Financial Management*, vol. 20, n° 4, p. 31-41, 1991.
- Cheng, L. T., Fung, J. K., Lam, K., « An examination of the determinants of stock price effects of US-Chinese joint venture announcements », *International Business Review*, vol. 7, n° 2, p. 51-161, 1998.
- Chiang, A., « Des rêves différents dans un même lit », *Revue des deux mondes*, n° 7-8, p. 106-115, 1999.
- Bruijn, E. J. de, Jia, X., « Joint ventures in China face new rules of the game », *Research Technology Management*, vol. 40, n° 2, p. 48-58, 1997.
- Delapierre, M., Milelli, C., « L'investissement direct japonais en Chine », *Problèmes économiques*, n° 2557, p. 28-32, 1998.
- Dussauge, P., Garrette, B., *Les Stratégies d'alliance*, Éditions d'Organisation, Paris, 1995.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., Roll, R., « The adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol. 10, n° 1, p. 1-21, 1969.
- Finnerty, J. E., Owers, J. E., Rogers, R. C., « The valuation impact of joint ventures », *Management International Review*, vol. 26, n° 2, p. 14-26, 1986.
- Gardet, C., « Vers un partenariat global avec l'Union Européenne », *Le courrier des pays de l'Est*, n° 435, p. 3-17, 1998.
- Gipouloux, F., « Régimes de propriété des entreprises et fractures régionales », *Le courrier des pays de l'Est*, n° 418, p. 14-18, 1997.
- Guillain, R., *Dans trente ans la Chine*, Le Seuil, Paris, 1965.
- Gupta, A., Mac Gowan, C. B., Misra, L., Missirian, A., « Gains from corporate multinationalism: Evidence from the China experience », *The Financial Review*, vol. 26, n° 3, p. 387-407, 1991.
- Heckmann, A., « La présence française en Chine », *Le courrier des pays de l'Est*, n° 435, p. 18-29, 1998.
- Hennart, J.-F., « A transaction costs theory of equity joint ventures », *Strategic Management Journal*, vol. 9, p. 361-374, 1988.
- Hu, M. Y., Chen, H., Shieh, J.-C., « Impact of U.S.-China joint ventures on stockholders' wealth by degree of international involvement », *Management International Review*, vol. 32, n° 2, p. 135-148, 1992.
- Hubler, J., Meschi, P.-X., « Alliances, acquisitions et valorisation boursière », *Revue française de gestion*, n° 131, p. 85-97, 2000.
- Jolly, D., « France-Chine: Joint-ventures et transferts technologiques », *Revue française de gestion*, n° 133, p. 32-48, 2001.
- Judet, P., « La Chine monte en puissance », *Revue Tiers Monde*, t. XXXVII, n° 146, p. 471-492, 1996.
- Lane, H., Beamish, P., « Cross-cultural cooperative behavior in joint ventures in LDCs », *Management International Review*, vol. 30, Special Issue, p. 87-102, 1990.

- Lee, I., Wyatt, S., « The effects of international joint ventures on shareholder wealth », *The Financial Review*, vol. 25, n° 4, p. 641-649, 1990.
- Lemoine, F., « L'intégration de la Chine dans l'économie mondiale », *Revue Tiers Monde*, t. XXXVII, n° 147, p. 493-523, 1996.
- Ohmae, K., « The global logic of strategic alliances », *Harvard Business Review*, vol. 67, n° 2, p. 143-154, 1989.
- Pairault, T., « Le risque province et la réforme fiscale », *Le courrier des pays de l'Est*, n° 418, p. 6-13, 1997.
- Pin, J.-L., *L'ouverture économique de la Chine (1978-1999)*, La Documentation Française, Paris, 1999.
- Pluchart, J.-J., « La différence chinoise », *Revue française de gestion*, vol. 28, n° 137, p. 85-95, 2002.
- Schmidt, A., *Enjeux et formes du développement d'une stratégie d'alliances*, Thèse de Doctorat en sciences de gestion, IAE d'Aix-en-Provence, 1998.
- Secrétariat d'État Français à l'Industrie, « L'accueil des investissements étrangers en Chine », *Gérer & Comprendre*, n° 55, p. 16-28, 1999.
- Suyin, H., *Le premier jour du monde*, Le Livre de Poche, Paris, 1975.
- Vanhonacker, W., « Entering China: An unconventional approach », *Harvard Business Review*, vol. 75, n° 2, p. 130-140, 1997.
- Wong, Y. Y., Maher, T. E., Jenner, R. A., Appell, A. L., Hebert, L. G., « Are joint ventures losing their appeal in China ? », *SAM Advanced Management Journal*, vol. 64, n° 1, p. 4-20, 1999.
- Luo, Y., « Joint venture success in China: How should we select a good partner ? », *Journal of World Business*, vol. 33, n° 2, p. 145-161, 1998.
- Zeira, Y., Shenkar, O., « Interactive and specific parent characteristics: Implications for management and human resources in international joint ventures », *Management International Review*, vol. 30, Special Issue, p. 7-22, 1990.