

**- IX<sup>IEME</sup> CONFERENCE INTERNATIONALE DE MANAGEMENT STRATEGIQUE -**  
**" PERSPECTIVES EN MANAGEMENT STRATEGIQUE "**

***AIMS 2000***

Montpellier  
- 24-25-26 Mai 2000 -

**INVESTISSEMENT DIRECT ETRANGER EN CHINE ET**  
**COENTREPRISES FRANCO-CHINOISES**  
**- CONTEXTE, EXPERIENCES ET APPRECIATION BOURSIERE -**

**Jérôme HUBLER**

Maître de Conférences

IAE de Nancy

Université de Nancy 2

13 Rue Michel Ney

54 000 Nancy

Tél. 03 83 39 64 50

E-Mail : [hubler@plg.univ-nancy2.fr](mailto:hubler@plg.univ-nancy2.fr)

**ET**

**Pierre-Xavier MESCHI**

Professeur

IAE de Valenciennes

Université de Valenciennes et du Hainaut - Cambresis

Les Tertiales - Rue des Cent Têtes

BP 311

59 304 Valenciennes Cedex

Tél. 03 27 14 76 00

E-Mail : [pxmeschi@univ-aix.fr](mailto:pxmeschi@univ-aix.fr)

## **Introduction et Problématique - Appréciation des Investisseurs Etrangers de la Situation Economique Chinoise : entre Scepticisme et Confiance**

« Les réalisations sont grandes, les problèmes considérables, mais l'avenir est brillant » (Mao Tsetoung, *in* Han Suyin, 1975 : 229). Avec le recul d'une quarantaine d'années, de sérieux doutes peuvent être émis quant à la réalité de ce brillant avenir promis à la Chine. 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 » (un système politique attaché aux structures communistes et un système économique à orientation libérale), il n'en reste pas moins que de nombreuses incertitudes pèsent sur ce pays. L'expérimentation de la politique d'« un pays, deux systèmes » serait-elle en passe de donner corps à la formule « des lendemains qui chantent », si chères aux yeux des dirigeants communistes ? En réalité, rien n'est moins sur. En effet, la circonspection traditionnelle du monde économique occidental à l'égard de la Chine est aujourd'hui plus que jamais de mise. De fait, il a toujours existé en Occident, et notamment en Europe, une tradition bien enracinée de scepticisme par rapport au dynamisme et à l'avenir de l'économie chinoise. Ainsi, pouvait-on déjà lire dans la presse française des années '30 que « toutes les nations riches du monde uniraient-elles leurs efforts pour tirer la Chine de son marasme qu'elles n'y parviendraient pas » (*in* Guillain, 1965 : 47). A chaque difficulté importante rencontrée par la Chine, d'aucuns annoncent régulièrement l'imminence d'une catastrophe économique. En appui de la thèse du « grand bond en arrière », il suffisait encore très récemment de lire certains articles de l'été 1999 s'inquiétant dans le meilleur des cas, d'une dévaluation possible du yuan - « en ne dévaluant pas sa monnaie, le yuan, la Chine s'est forgé une image de pays solide quand tous ses voisins asiatiques plongeaient... Mais, aujourd'hui, tout menace de s'écrouler. Les pressions sur le yuan se font de plus en plus fortes » (Rodier, *in* Figaro Economie, 28 juillet 1999 : 29) -, et dans le pire des cas, d'une crise économique - « aujourd'hui, la question est de savoir si la Chine, qui a traversé la crise asiatique avec la sérénité d'un grand paquebot est le Queen Elizabeth ou le Titanic » (Yukon, *in* Rapport de la Banque Mondiale sur la Chine, 1999 : 23). Cette position européenne sceptique ou circonspecte à l'égard de la Chine peut se résumer dans l'idée selon laquelle « les promesses de la Chine ne valent que pour ceux qui ont la naïveté d'y croire » (*in* Judet, 1996 : 473). En d'autres termes, les tenants de cette position pourraient répondre sous la forme d'une boutade à Alain Peyrefitte (et au titre évocateur de l'un de ses ouvrages : « Quand la Chine s'éveillera... Le Monde tremblera ») en évoquant la possibilité que la Chine ne se réveille pas !

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 est très fluctuante ;
- dont l'organisation est marquée par des fractures, voire même des contradictions ; c'est le cas de la coexistence de deux monnaies (le yuan et le renminbi), d'une économie de marché et d'une économie planifiée, d'une économie côtière prospère et d'une économie intérieure sous-développée...

En synthèse, c'est l'émergence d'une « Chine plurielle » (Pairault, 1997) et en phase évolutive, tant au niveau de ses contours que de son organisation, qui génère l'essentiel des craintes européennes. Cependant, si les craintes vis-à-vis de la Chine et de son évolution économique future 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 craintes et font que la Chine ne peut laisser indifférents les investisseurs européens. Au niveau des éventuels investisseurs européens, 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 menaces 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 étrangers en Chine ? La question est posée et appelle non pas une 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 étranger en Chine. Ces éléments de réflexion vont concerner un type d'investisseurs étrangers spécifiques, les investisseurs français, un type d'investissement direct particulier, la formation de coentreprises (ou « joint ventures »<sup>1)</sup> franco-chinoises, 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. Cet article va tout d'abord identifier le rôle-clé de la coentreprise comme mode d'entrée privilégié pour les investisseurs étrangers, et notamment français, en Chine. L'analyse de l'échec d'une coentreprise franco-chinoise va souligner les principales contraintes et menaces auxquelles ces entités organisationnelles coopératives sont soumises en Chine. L'étude approfondie de la cession des parts du constructeur automobile français PEUGEOT dans la coentreprise GPAC (GUANGZHOU PEUGEOT AUTOMOBILE CO.) illustrera d'un cas concret les vicissitudes de l'investissement direct français en Chine. Enfin, à partir d'une méthodologie d'étude d'événements, cet article présentera des constats empiriques relatifs à l'appréciation boursière de la formation de coentreprises franco-chinoises. Les évolutions boursières favorables, défavorables ou indifférentes nous offriront l'opportunité d'apporter certains éléments de réflexion quant à la pertinence de l'investissement direct français en Chine.

## **1) La Coentreprise : Un Mode d'Entrée Dominant pour les Investisseurs Etrangers 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 1er juillet 1979 sur les entreprises à capitaux sino-étrangers. Autrement 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). A partir de cette date, la Chine est devenue le deuxième récepteur d'investissements étrangers après les Etats-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 privilégiée massivement par les entreprises étrangères investissant en Chine (*The Economist*, 19 avril 1997 ; Yadong, 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 s'est 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 : 362, traduction personnelle). 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 Dussauge & Garette (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. La répartition du 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 (*cf.* 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 1er juillet 1979, a permis aux partenaires chinois de s'appuyer sur un cadre juridique plus adapté aux contraintes locales chinoises. A 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 ».

A 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 '90 et le début du XXIème 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. 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 (infrastructures en réseau, distribution, industries de l'information...), puis les secteurs à haute technologie et enfin très récemment le secteur tertiaire financier (Secrétariat d'Etat 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 Taiwan, pour la dernière)<sup>ii</sup>, 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'investissement 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 : 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 inter-province bénéficie à l'investissement direct étranger qui s'en trouve facilité officiellement et officieusement ; comme l'a noté le Secrétariat d'Etat français à l'Industrie (1999 : 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, en synthèse, 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 '90 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 & Jia, 1997).

*Tableau 1 : Création de Coentreprises Sino-Etrangères en Décembre 1998 (China Business Review, mars/avril 1999)*

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

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).

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'euphorie des coentreprises sino-étrangères. Cette euphorie 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 (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 (Gardet, 1998 : 7) : « 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) ». 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 1997<sup>iii</sup>) va progresser sous l'effet conjoint de la plus forte implication européenne, et de la crise asiatique et de ses conséquences négatives pour les principaux partenaires régionaux de la Chine (Japon, Singapour et Taiwan).

## **2) L'Échec de la Coentreprise GPAC (Guangzhou Peugeot Automobile Co.) ou les Vicissitudes des Investisseurs Étrangers en Chine**

Cadre d'investissement favorable, implication étrangère, et notamment européenne, plus forte... le diagnostic de l'investissement direct étranger en Chine pourrait être positif et écarter ainsi les inquiétudes et le scepticisme 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 étranger est abordée. A cette question, Gardet (1998 : 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 NESTLE 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 fait état de son intention de se retirer de la coentreprise GPAC<sup>iv</sup>. Cette annonce fait alors l'effet d'un coup de tonnerre dans 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 dehors de son caractère symbolique et retentissant, notre choix de présenter l'expérience de PEUGEOT en Chine a été motivé aussi par le fait que l'annonce de leur retrait était la première d'une longue série : LEVI STRAUSS en 1997, KIMBERLY-CLARK en 1998, GENERAL ELECTRIC et OCCIDENTAL PETROLEUM en 1999. En 1999, même VOLKSWAGEN, investisseur heureux jusqu'alors, rend public l'existence de problèmes et de dissensions graves avec son partenaire chinois, SHANGHAI AUTOMOTIVE INDUSTRY CO. (*Business China*, 10 Mai 1999).

En réalité, faut-il parler de coup de tonnerre ou plutôt de coup de semonce pour les investisseurs étrangers en Chine ? Il serait erroné de généraliser ces constats d'échec à l'ensemble des coentreprises sino-étrangères qui ne font pas parler d'elles et connaissent des résultats satisfaisants. Mais, le cas de PEUGEOT est intéressant car il synthétise à lui tout seul, l'ensemble des problèmes auxquels sont confrontés peu ou prou les partenaires étrangers des coentreprises. En ce sens, l'expérience malheureuse de PEUGEOT n'est pas isolée et elle constitue une mise en garde adressée aux actuels et futurs investisseurs étrangers en Chine : créer une coentreprise en Chine n'est pas une décision qui se prend à la légère, les problèmes à gérer sont nombreux et il faut en être informé avant d'investir.

14 Décembre 1997, le groupe HONDA annonce le rachat des 22% de la participation que PEUGEOT détenait au sein de la coentreprise GPAC : le groupe japonais va ainsi s'associer avec les deux anciens partenaires chinois de PEUGEOT (la municipalité de Guangzhou et le constructeur automobile DONGFU MOTOR CO.) pour assembler dans le sud de la Chine son modèle Accord. Cette reprise, qui a été entérinée par le MOFTEC, met un terme à douze années de présence de PEUGEOT en Chine. Pour Jacques Calvet, PDG de PSA (il s'agit de la société holding intégrant deux constructeurs automobiles, PEUGEOT et CITROËN), il ne s'agit là que d'un contretemps, d'un retard dans le développement chinois de PEUGEOT et que, malgré tout, la filiale de PSA maintiendra une présence industrielle en Chine : « nous désirons consolider nos forces à Wuhan afin de produire à la fois des Citroën et des Peugeot » (entretien avec Jacques Calvet, *Automotive News*, 21 avril 1997). Au début du mois d'octobre 1997, Jacques Calvet signait avec les officiels du MOFTEC un texte prévoyant le déménagement de PEUGEOT à Wuhan où l'autre filiale automobile de PSA, CITROËN, est présente dans le cadre de la coentreprise DCAC (DONGFENG CITROËN AUTOMOBILE CO.), associant CITROËN (25% du capital), à deux banques françaises, la SOCIETE GENERALE (4%) et la BNP (1%), et au constructeur chinois de camions DONGFENG MOTOR CO. (70%). Même si la société holding PSA « sauve la face » en maintenant une activité industrielle chinoise pour PEUGEOT, il n'en reste pas moins que le bilan des douze années de présence française est négatif et que cette première expérience s'achève sur un constat d'échec. Pourtant, l'investissement initial de PEUGEOT se réalisait sous les meilleurs auspices : prudence et réalisme du côté français, perspectives de développement et appui politique du côté chinois. A sa création en 1985, GPAC était une des premières coentreprises sino-étrangères d'envergure dans un pays qui désirait s'ouvrir peu à peu sur l'extérieur. Au départ, le projet de partenariat avec la municipalité de Guangzhou (qui allait détenir 46% du capital de la coentreprise) et avec le constructeur automobile chinois DONGFU MOTOR CO. (qui allait détenir 32% du capital) semblait prudent et réaliste pour PEUGEOT puisqu'il s'agissait d'assembler seulement 15 000 véhicules utilitaires (des versions « pick-up » de la 504 et de la 505) par an pour un investissement de 150 millions de dollars. L'implication d'une des plus grosses municipalités chinoises dans la coentreprise apparaissait comme un gage d'appui politique régional fort. Cette implication dépassait d'ailleurs le simple cadre politique : la municipalité de Guangzhou garantissait aussi la distribution des véhicules (prise en charge par une filiale de la municipalité) et les débouchés (en l'occurrence, les sociétés de taxis et les coopératives agricoles du Guangdong).

Pourtant, les premiers problèmes se présentèrent rapidement. Ne voyant pas les ventes décoller, PEUGEOT proposa à ses deux partenaires chinois d'élargir le nombre de modèles en production et de passer à l'assemblage de voitures particulières. Or, les négociations ne durèrent pas moins de trois ans et c'est seulement en 1989 que PEUGEOT fut autorisée à lancer la 505, en modèle tourisme. Un investissement de 300 millions de dollars fut réalisé afin de financer l'élargissement de la gamme (les capacités de production devaient être portées à 45 000 unités annuelles) et de « moderniser » le site de production (à titre d'illustration, lorsqu'en 1985, les ingénieurs de PEUGEOT prennent connaissance des installations fournies par la municipalité de Guangzhou, ceux-ci constatent avec surprise que le site n'est même pas raccordé à l'électricité !). Les installations mal agencées et sous-équipées apparaissent très rapidement comme un problème mineur pour les salariés expatriés de PEUGEOT qui font face à une mauvaise productivité du site : au début des années '90, celui-ci produit moins d'une centaine de véhicules par jour (à titre de comparaison, l'usine CITROËN de Wuhan produit en moyenne 200 véhicules par jour en 1996-97) et les raisons industrielles invoquées sont nombreuses : arrêts fréquents de l'usine par manque d'approvisionnement,

pannes des robots liées à un défaut de maintenance, ressources humaines mal ou non qualifiées... Ces événements tendent à montrer que PEUGEOT a mal choisi la province chinoise où s'installer. En effet, la province de Guangdong ne dispose ni d'une tradition industrielle, ni du tissu suffisant de fournisseurs industriels et d'équipementiers. D'autres événements vont attester que PEUGEOT a fait aussi le mauvais choix pour ses partenaires chinois : la direction chinoise en charge de la distribution et de la commercialisation ignore jusqu'au nombre de véhicules en stock, les comptes tenus sont approximatifs et les conflits administratifs avec les autorités centrales (qui s'irritent des velléités de développement autonome de Guangzhou) paralysent la commercialisation. La faiblesse commerciale chronique de la coentreprise semble être avec le recul l'événement le plus mal ressenti par PEUGEOT et constitue le premier déclencheur de sa décision de désinvestissement. Les prévisions commerciales initiales n'ont jamais été tenues. A bout de souffle financier (en 1995, les pertes grimpent à 35 millions de dollars), la coentreprise fut contrainte d'arrêter quasiment sa production en 1995, pour faire face au gonflement des stocks. Les facturations, qui se montaient difficilement à 8 000 véhicules en 1994, ont chuté à 2 674 en 1996 : la décision de retrait fut dès lors entérinée.

La première expérience chinoise de PEUGEOT se solda sans conteste par un échec : au total, seulement 100 000 véhicules furent assemblés pendant toute la durée de l'opération et en 1996, PEUGEOT n'occupait que 1% d'un « petit » marché chinois de la voiture particulière (face à VOLKSWAGEN qui en détenait environ 50% avec un quasi-monopole à Shanghai) ; ce marché étant en repli (400 000 unités en 1996 contre 450 000 en 1995). Mais, à la décharge de PEUGEOT, il faut souligner que cette entreprise a fait oeuvre de pionnier en étant parmi les tout premiers occidentaux à réaliser un investissement d'envergure en Chine. PEUGEOT a fait également office de pionnier en expérimentant à grande échelle et en mettant à jour l'ensemble des problèmes des coentreprises sino-étrangères : manque de productivité, ressources humaines mal qualifiées, désillusions commerciales, cadre légal fluctuant, lourdeurs bureaucratiques, divergence d'objectifs entre partenaires... Les problèmes évoqués ici apparaissent de façon désordonnée et le partenaire étranger de la coentreprise pourrait donner l'impression d'être désemparé voire même « assiégé » par la multitude des problèmes à traiter. Bien que nombreux et variés, ces problèmes ne s'en rattachent pas moins à deux causes simples et circonscrites : l'environnement juridico-économique et les relations entre les partenaires des coentreprises sino-étrangères.

En matière d'environnement juridico-économique, une analyse élargie des expériences de coentreprises sino-étrangères montre que lors de l'émergence de problèmes, la responsabilité de ces derniers est souvent partagée entre la partie étrangère et la partie chinoise. La responsabilité juridico-économique chinoise peut être invoquée trois fois. Tout d'abord, l'évolution du cadre légal chinois, notamment celui relatif aux investissements étrangers, est imprévisible et se fait de manière unilatérale : la législation commerciale, la fiscalité, le transfert des bénéfices, mais aussi le contrôle des changes font l'objet de modifications continues selon des calendriers variables. Cette incertitude juridique des coentreprises sino-étrangères est renforcée par les déficiences des institutions juridiques en Chine. Comme l'ont noté Delapierre & Milelli (1998 : 32) à propos des difficultés rencontrées par les investisseurs japonais en Chine, « les lois sont jugées imprécises, ce défaut étant accentué par l'absence de traduction unifiée et par les retards de plusieurs années pris régulièrement dans la publication des décrets d'application [...] en cas de litiges commerciaux, les procédures d'arbitrage sont quasi-inexistantes, les ministères centraux chinois détenant en dernier ressort le pouvoir d'interprétation ». Ensuite, le financement local des coentreprises est rare. En raison d'un encadrement strict du crédit, les coentreprises sino-étrangères ne sont pas en mesure d'emprunter autant qu'elles le souhaitent. La pénurie de concours bancaires

fragilise des coentreprises qui sont nombreuses à connaître un important besoin en fonds de roulement. C'est notamment le cas de CITROËN et de sa coentreprise DCAC qui s'accommodent mal de ces restrictions bancaires. La coentreprise franco-chinoise doit faire face à de longs délais de paiement des concessionnaires (en 1997, DCAC a vendu 28 000 voitures, mais seulement la moitié de ses 600 millions de dollars de chiffre d'affaires est rentrée dans ses caisses) : « le gouvernement chinois a bloqué le crédit pour les achats automobiles depuis 1995. Il n'y a donc ni financement de réseau de fonctionnement, ni financement des clients » souligne Denis Duchesne, Directeur Général de DCAC (*Les Echos*, 2 avril 1998 : 12). Enfin, le marché intérieur chinois est fortement contrôlé par le biais de droits de douane ou de barrières non tarifaires. Renchérissant le coût de l'importation des matières premières et du matériel de production, ce contrôle pénalise aussi les coentreprises en encadrant leur activité commerciale : ainsi, les coentreprises ne peuvent commercialiser sur le marché intérieur que leur propre production et souvent dans une limite du volume total produit (le reste devant impérativement être exporté).

Mais, la responsabilité de la partie chinoise dans l'émergence de problèmes liés à l'environnement juridico-économique au sein des coentreprises ne doit pas masquer celle du partenaire étranger. En effet, certains investisseurs étrangers ont commis une double erreur dans l'appréciation de cet environnement. La première erreur tient à la surestimation du marché intérieur chinois. L'idée que chaque chinois soit un consommateur potentiel de produits ou de services d'origine étrangère est fautive mais répandue chez les investisseurs occidentaux. Nombre de coentreprises sino-étrangères ont succombé au « mirage » du gigantesque marché chinois. La taille modeste du marché automobile chinois souligne bien le gigantisme mais aussi l'état de potentialité dans lequel se trouve actuellement ce marché. En réalité, un spécialiste chinois de marketing, Cui (1998 : 26) a estimé que « le nombre de consommateurs chinois en mesure de s'offrir des biens importés ou produits dans des entreprises à participation étrangère se situe ainsi juste au-dessus de 60 millions, environ 5% de la population ». La deuxième erreur réside dans la poursuite par certaines coentreprises d'une stratégie à court terme s'appuyant sur l'exploitation de « quasi-rentes » concurrentielles et sociales. Ces quasi-rentes peuvent s'apparenter à une situation de monopole pour le partenaire étranger qui a su s'associer avec le partenaire chinois le plus influent : le groupe français ALCATEL a ainsi largement profité de sa coopération avec le Ministère de la Poste et des Télécommunications ; leur coentreprise, SHANGHAI BELL CO., bénéficiant d'un important appui politique, a pu pratiquement fermer le marché chinois des installations téléphoniques aux principaux concurrents de ALCATEL, l'américain ATT et l'allemand SIEMENS. L'exploitation de faibles coûts salariaux constitue une autre motivation pour les investisseurs étrangers. Si sur le papier, les salaires chinois sont bas, il n'en reste pas moins que le coût réel des ressources humaines est plus élevé que celui prévu initialement par les partenaires étrangers. En réalité, les autorités locales, principaux partenaires des entreprises étrangères, fixent de manière arbitraire ce qu'il faut atteindre aux coentreprises. Les entreprises étrangères sont alors dans l'impossibilité de procéder elles-mêmes à la sélection du personnel, en fonction des compétences requises, et de plus, elles ne contrôlent pas les flux de recrutement et de licenciement. De fait, les partenaires étrangers ne maîtrisent pas du tout la gestion des ressources humaines (hormis la formation professionnelle qui est un coût supplémentaire à la charge des partenaires étrangers) des coentreprises. Au final, Wong *et al.* (1998 : 8, traduction personnelle) ont constaté que « la coentreprise est souvent en sureffectif de plus de 50% et tend à employer des salariés dont le niveau de qualification est très bas ». Dans ces deux cas, les quasi-rentes ne sont pas défendables à terme et leur disparition conduit souvent à la faillite de coentreprises dont la seule finalité était de tirer parti d'avantages concurrentiels purement conjoncturels.

A côté de l'environnement juridico-économique, les problèmes rencontrés par les coentreprises sino-étrangères peuvent aussi être provoqués par de mauvaises relations entre les partenaires. La littérature sur la question de l'échec des coentreprises associée aux relations entre les partenaires évoque fréquemment la responsabilité des « différences culturelles » (Lane & Beamish, 1990 ; Zeira & 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 mauvaises relations et les différences culturelles entre les partenaires sont à relier à deux facteurs explicatifs. 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 : 148, traduction personnelle) 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% 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 : 112). 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 : 111).

### **3) Appréciation Boursière des Coentreprises Franco-Chinoises : Prime, Indifférence ou Defiance ?**

L'expérience malheureuse 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, semblent montrer que la rentabilité des coentreprises est modeste mais surtout fragile. La présentation du cas de PEUGEOT nous donne cependant qu'une appréciation partielle et partielle de la pertinence de l'investissement direct étranger 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. Ce travail d'appréciation, envisagé sous un angle plus global, est en projet. Il s'appuierait sur des enquêtes déjà réalisées (*Les Echos*, 22 janvier 1999) et dont les résultats accréditent la tendance dégagée précédemment.

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 franco-chinoises. Il ne s'agit ni des réactions des partenaires français ni de celles des partenaires chinois, mais plutôt de celles du marché boursier français. En regard de notre objectif d'apprécier la pertinence de l'investissement direct étranger en Chine, il nous a paru intéressant de présenter les évolutions boursières des entreprises françaises lors d'une annonce de 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 d'une coentreprise franco-chinoise est détaillé en Annexe.

En 1997, l'investissement direct français en Chine s'élevait à 476 millions de dollars 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 Taiwan et de Hong Kong (0,9% de l'investissement direct étranger en 1997 contre seulement 0,2% en 1990). Le recensement des coentreprises franco-chinoises 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 franco-chinoises. Les investisseurs français sont en majorité des grands groupes dont certains se distinguent par leur antériorité : c'est le cas de RHONE-POULENC (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 CO., 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) 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 comptait en 1997 trois coentreprises représentant un engagement global d'environ 50 millions de dollars).

*Tableau 2 : Rendements Anormaux Moyens (RAM), Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) et Test t de Student relatifs aux Annonces de Formation d'une Coentreprise Franco-Chinoise (Effectif = 34)*

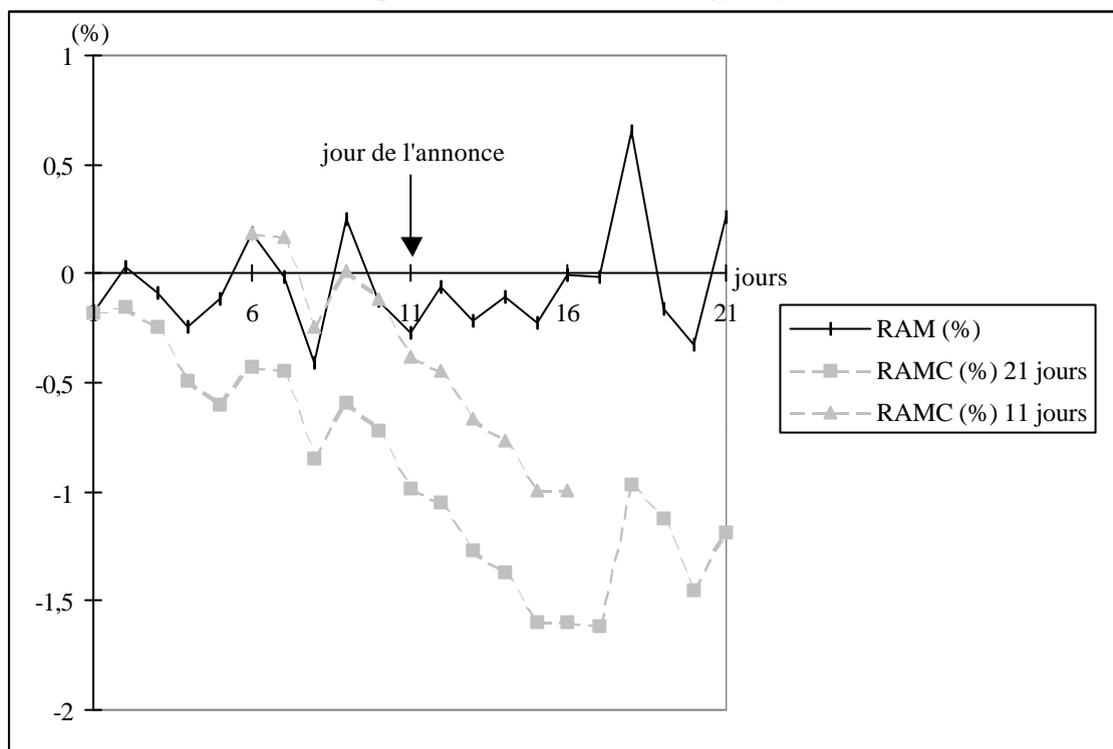
| Jour        | RAM (%) | RAMC (%)<br>sur 21 jours | RAMC (%)<br>sur 11 jours |
|-------------|---------|--------------------------|--------------------------|
| -10         | -0,180  | -0,180                   |                          |
| -9          | 0,027   | -0,15                    |                          |
| -8          | -0,091  | -0,245                   |                          |
| -7          | -0,245  | -0,490                   |                          |
| -6          | -0,115  | -0,6                     |                          |
| -5          | 0,182   | -0,423                   | 0,182                    |
| -4          | -0,017  | -0,441                   | 0,164                    |
| -3          | -0,406* | -0,848                   | -0,242                   |
| -2          | 0,250   | -0,595                   | 0,010                    |
| -1          | -0,125  | -0,721                   | -0,115                   |
| 0 (Annonce) | -0,267  | -0,989                   | -0,382                   |
| +1          | -0,059  | -1,048                   | -0,443                   |
| +2          | -0,220  | -1,269*                  | -0,663                   |
| +3          | -0,105  | -1,373**                 | -0,768*                  |
| +4          | -0,233* | -1,598***                | -0,992**                 |
| +5          | -0,004  | -1,601**                 | -0,996*                  |
| +6          | -0,018  | -1,620*                  |                          |
| +7          | 0,655** | -0,965                   |                          |
| +8          | -0,159  | -1,124                   |                          |
| +9          | -0,323* | -1,447*                  |                          |

|                      |                      |                         |
|----------------------|----------------------|-------------------------|
| +10                  | 0,262                | -1,185                  |
| * Significatif à 10% | ** Significatif à 5% | *** Significatif à 2,5% |

Pour les annonces de formation d'une coentreprise franco-chinoise, un impact cumulé significatif et négatif a été mis en évidence du deuxième au sixième jour après l'annonce (respectivement de -1,665%, -1,963%, -2,279%, -1,942% et -1,658%) et neuf jours après cette annonce (de -1,479%). L'évolution des rendements anormaux moyens cumulés montre un impact important de l'événement, débutant après la date de son annonce publique et s'amplifiant progressivement jusqu'à un maximum 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 -1,479%, neuf jours après la date de l'annonce) est enregistrée. La réaction boursière négative n'apparaissant qu'à partir du deuxième jour et se maintenant jusqu'au sixième jour (après l'annonce) nous incite à penser que l'information relative à ces coentreprises est parvenue progressivement aux acteurs financiers en grande partie après 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 d'une coentreprise américano-chinoise. En effet, certaines études anglo-saxonnes ont enregistré une valorisation positive des annonces de formation d'une coentreprise américano-chinoise (Gupta *et al.*, 1991 ; Hu *et al.*, 1992 ; Cheng *et al.*, 1998). Plusieurs explications 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 Etats-Unis au deuxième rang des investisseurs derrière Hong Kong). Ensuite, la proximité géographique a depuis longtemps contribué à placer la Chine au centre des intérêts géopolitiques américains. Enfin, l'existence d'une importante « diaspora » chinoise sur la côte Ouest des Etats-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 américano-chinoises.

*Figure 1 : Représentation Graphique des Rendements Anormaux Moyens (RAM) et des Rendements Anormaux Moyens Cumulés (RAMC) relatifs aux Annonces de Formation d'une Coentreprise Franco-Chinoise (Effectif = 34)*



Les évolutions boursières défavorables présentées dans le Tableau 2 et la Figure 1 s'inscrivent dans la tendance à la prudence, qui a été dégagée de l'analyse du cas de PEUGEOT. Plus qu'un appel à la prudence, l'accueil défavorable réservé par le marché boursier français révèle une certaine défiance que semblent lui inspirer les expériences de coentreprises franco-chinoises 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 d'une coentreprise américano-chinoise sur le cours des actions des entreprises américaines impliquées, quelles raisons peut-on invoquer pour comprendre les réactions négatives du marché boursier français ?

### **CONCLUSION - « DES REVES DIFFERENTS DANS UN MEME LIT »**

L'interrogation qui vient d'être formulée nous a conduit à envisager deux hypothèses explicatives. La première hypothèse relie les réactions négatives du marché boursier français à des événements d'ordre conjoncturel mais qui contribue à alimenter le scepticisme à l'encontre de l'évolution de l'économie chinoise. Certains de ces événements sont particulièrement sensibles pour les acteurs boursiers : la situation financière de la Chine est ainsi suivie de près par le marché boursier français. L'annonce récente et spectaculaire de la mise en faillite du fonds d'investissement GITIC (le GUANGDONG INTERNATIONAL TRUST & INVESTMENT CO. laisse un passif 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 occidentaux, et notamment français. La mise en faillite du GITIC, et surtout la façon dont la liquidation va être gérée, donnent le ton de l'immense restructuration financière qui se profile en Chine et incitent les institutions financières étrangères à la plus grande prudence : « le mouvement est en cours et va immanquablement

s'accentuer. 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. La Chine va payer cher son comportement » (entretien avec Didier Balme, Directeur Général de la BNP à Hong Kong, *Les Echos*, 12 janvier 1999).

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 que sur celle du mode d'entrée ou d'investissement utilisé. Les réactions boursières négatives révéleraient une double défiance, tout d'abord à l'encontre de la zone géographique, et ensuite à l'encontre du mode d'investissement adopté qui est celui de la coentreprise. Cette deuxième hypothèse, envisageant spécifiquement une défiance boursière vis-à-vis d'un mode d'investissement particulier n'est pas dénuée de tout fondement empirique. En utilisant la même méthodologie, Finnerty *et al.* (1986 : 22, traduction personnelle) 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 CABLE (filiale du groupe ALCATEL) résume ainsi un point de vue partagé 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 : 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 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 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.

L'environnement juridico-économique chinois et les relations entre les partenaires étrangers et chinois créent de multiples problèmes aux coentreprises sino-étrangères. Pour sa plus grande malchance, PEUGEOT a payé la rançon du pionnier en expérimentant à grande échelle et sans le recul nécessaire les problèmes de formation et de management d'une

coentreprise sino-étrangère. Ces problèmes ne sont pas négligeables, mais il n'y a pas de fatalité pour l'investissement direct étranger en Chine. Les éventuels investisseurs doivent néanmoins être sensibilisés à l'identification et à la gestion 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.

## BIBLIOGRAPHIE

- Cheng, L. T. W., Fung, J. K. W. & Lam, K. (1998). « An examination of the determinants of stock price effects of US-Chinese joint venture announcements », *International Business Review*, vol. 7, n°2, pp. 151-161.
- Chieng, A. (1999). « Des rêves différents dans un même lit », *Revue des Deux Mondes*, n°7-8, pp. 106-115.
- Cui, G. (1998). « Qui sont les consommateurs chinois ? », *Problèmes Economiques*, n°2557, pp. 23-28.
- de Bruijn, E. J. & Jia, X. (1997). « Joint ventures in China face new rules of the game », *Research Technology Management*, vol. 40, n°2, pp. 48-58.
- Delapierre, M. & Milelli, C. (1998). « L'investissement direct japonais en Chine », *Problèmes Economiques*, n°2557, pp. 28-32.
- Dussauge, P. & Garette, B. (1995). *Les Stratégies d'Alliance*, Editions d'Organisation, Paris, 1995.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C. & Roll, R. (1969). « The adjustment of stock prices to new information », *International Economic Review*, vol. 10, n°1, pp. 1-21.
- Finnerty, J. E., Owers, J. E. & Rogers, R. C. (1986). « The valuation impact of joint ventures », *Management International Review*, vol. 26, n°2, pp. 14-26.
- Gardet, C. (1998). « Vers un partenariat global avec l'Union Européenne », *Le Courrier des Pays de l'Est*, n°435, pp. 3-17.
- Gipouloux, F. (1997). « Régimes de propriété des entreprises et fractures régionales », *Le Courrier des Pays de l'Est*, n°418, pp. 14-18.
- Guillain, R. (1965). *Dans trente ans la Chine*, Le Seuil, Paris.
- Gupta, A., Mac Gowan, C. B. & Misra, L. & Missirian, A. (1991). « Gains from corporate multinationalism: Evidence from the China experience », *The Financial Review*, vol. 26, n°3, pp. 387-407.
- Heckmann, A. (1998). « La présence française en Chine », *Le Courrier des Pays de l'Est*, n°435, pp. 18-29.
- Hennart, J.-F. (1988). « A transaction costs theory of equity joint ventures », *Strategic Management Journal*, vol. 9, pp. 361-374.
- Hu, M. Y., Chen, H. & Shieh, J. C. (1992). « Impact of U.S.-China joint ventures on stockholders' wealth by degree of international involvement », *Management International Review*, vol. 32, n°2, pp. 135-148.
- Judet, P. (1996). « La Chine monte en puissance », *Revue Tiers Monde*, t. XXXVII, n°146, pp. 471-492.
- Lane, H. & Beamish, P. (1990). « Cross-cultural cooperative behavior in joint ventures in LDCs », *Management International Review*, vol. 30, Special Issue, pp. 87-102.
- Lemoine, F. (1996). « L'intégration de la Chine dans l'économie mondiale », *Revue Tiers Monde*, t. XXXVII, n°147, pp. 493-523.
- Ohmae, K. (1989). « The global logic of strategic alliances », *Harvard Business Review*, vol. 67, n°2, pp. 143-154.
- Pairault, T. (1997). « Le risque province et la réforme fiscale », *Le Courrier des Pays de l'Est*, n°418, pp. 6-13.
- Pin, J.-L. (1999). *L'Ouverture Economique de la Chine (1978-1999)*, La Documentation Française, Paris.
- Schmidt, A. (1998). *Enjeux et Formes du Développement d'une Stratégie d'Alliances*, Thèse de Doctorat en Sciences de Gestion, IAE d'Aix-en-Provence, 18 Décembre.
- Secrétariat d'Etat Français à l'Industrie (1999). « L'accueil des investissements étrangers en Chine », *Gérer & Comprendre*, n°55, pp. 16-28.

Suyin, H. (1975). *Le Premier Jour du Monde*, Le Livre de Poche, Paris, 1975.

Vanhonacker, W. (1997). « Entering China: An unconventional approach », *Harvard Business Review*, , vol. 75, n°2, pp. 130-140.

Wong, Y. Y., Maher, T. E., Jenner, R. A., Appell, A. L. & Hebert, L. G. (1999). « Are joint ventures losing their appeal in China? », *SAM Advanced Management Journal*, vol. 64, n°1, pp. 4-20.

Yadong, L. (1998). « Joint venture success in China: How should we select a good partner? », *Journal of World Business*, vol. 33, n°2, pp. 145-161.

Zeira, Y. & Shenkar, O. (1990). « Interactive and specific parent characteristics: Implications for management and human resources in international joint ventures », *Management International Review*, vol. 30, Special Issue, pp. 7-22.

## **ANNEXE - METHODOLOGIE DE RECHERCHE**

### **• La Méthodologie d'Etude d'Evénements**

La méthodologie d'étude d'événements nous a permis d'évaluer les effets à court terme des annonces de formation d'une coentreprise franco-chinoise 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. Ces annonces sont captées par les acteurs boursiers : leurs réactions à l'achat ou à la vente d'actions constituent l'interprétation boursière de ces annonces. 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 (*cf.* rendement normal). L'écart constaté, 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 destinés à juger de la pertinence de la relation entre les annonces de formation d'une coentreprise franco-chinoise 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).

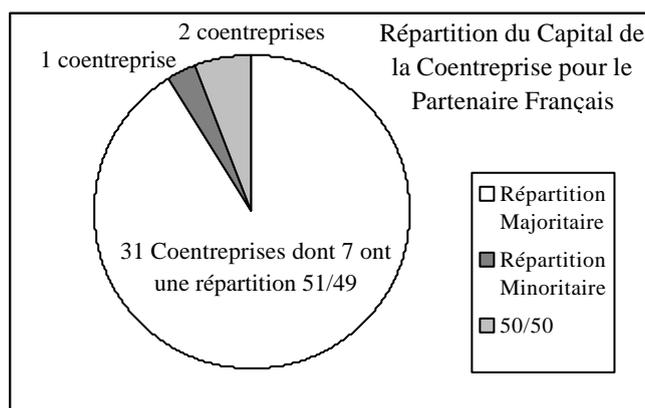
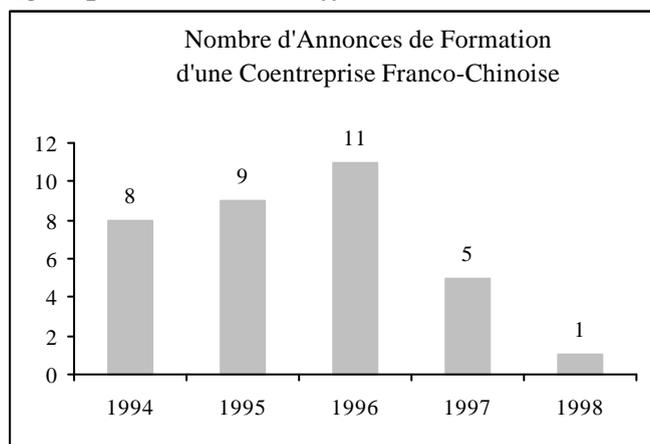
### **• L'Echantillon de Travail**

Un échantillon de travail a été constitué à partir de la publication d'informations relatives aux annonces de formation d'une coentreprise franco-chinoise, et cela dans le quotidien français *Les Echos* entre 1994 et 1998. Il est important de souligner que les annonces retenues dans notre échantillon correspondaient à la formation de coentreprises (ou « joint ventures ») exclusivement. N'ont pas été conservées les annonces R&D, les franchises, les accords de licence...). 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 34 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 franco-chinoises a été formée 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 relations 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, qui sont les plus développées (notamment la province du Guangdong et la municipalité à rang de province de Shanghai). Cette troisième tendance propre à notre échantillon est similaire à celle constatée sur l'ensemble de la population des coentreprises franco-chinoises par le Poste d'Expansion Economique français en Chine ; 4) des entreprises françaises apparaissent dans notre échantillon comme étant des investisseurs récurrents dans les coentreprises franco-chinoises. Plusieurs annonces de formation d'une coentreprise franco-chinoise, concernant une même entreprise française, ont été enregistrées : il s'agit de DANONE (4 annonces), de RHONE-POULENC (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'Echantillon de Travail**



<sup>i</sup> Sous la direction de l'Académie française, du Conseil International de la Langue française et de la Délégation Générale à la Langue française, un lexique des néologismes économiques et financiers a été publié au Journal Officiel du 31 janvier 1991. Ce lexique consacre l'usage obligatoire dans les documents officiels, les ouvrages d'enseignement et de recherche d'un certain nombre d'expressions ou de termes économiques qui ont été pour la plupart traduits de mots étrangers. Ainsi, ce lexique invite à remplacer l'expression « joint venture » par « coentreprise ».

---

<sup>ii</sup> La loi du 1er 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.

<sup>iii</sup> 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 Taiwan. En effet, en 1988, le gouvernement taiwanais a levé l'interdiction sur les transactions économiques avec la Chine. Cela a entraîné un investissement massif des entreprises de Taiwan (à titre d'illustration, l'investissement direct taiwanais est passé de 22,4 millions de dollars en 1988 à 154,8 millions un an plus tard).

<sup>iv</sup> Les informations relatives à l'expérience de PEUGEOT en Chine ont été obtenues à partir de différentes sources issues du journal *La Tribune* (« Peugeot quitte le marché chinois par la petite porte », 12 novembre 1997 ; « Honda remplace Peugeot en Chine », 14 novembre 1997), du journal *Les Echos* (« Peugeot veut regagner du terrain en Europe, mais bat de l'aile en Chine », 15 janvier 1997 ; « Peugeot n'a plus d'avenir à Canton », 3 mars 1997 ; « Joint-ventures : Les leçons de l'échec de Peugeot », 16 mai 1997 ; « La longue marche des Français dans la grande Chine », 17 juin 1997 ; « Peugeot et Citroën devraient regrouper leurs productions en Chine », 22 août 1997 ; « Citroën est confronté à une crise financière en Chine », 2 avril 1998 ; « Jean-Martin Folz confiant sur l'avenir de Citroën en Chine », 18 mai 1998), du journal *Automotive News* (« PSA will pull out of venture in Guangdong », 21 avril 1997) et de la revue *Gérer & Comprendre* (« La vie à Wuhan : Mode d'emploi », n°55, mars 1999).