

La finance de marché chinoise
La longue marche vers la globalisation

Jean-Jacques Pluchart

Maître de conférences à l'Université de Paris II, chercheur au CIFFOP

Université de Paris II Panthéon-Assas

285 rue de Vaugirard

75015 PARIS

Mots-clés : Chine, Globalisation, Marchés financiers

Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique
13-14-15 juin 2001



Faculté des Sciences de l'administration
Université Laval
Québec



Résumé

La recherche soulève la problématique de l'adaptation des bourses émergentes à la nouvelle finance internationale. Elle est appliquée au terrain des marchés de capitaux de la République Populaire de Chine. Elle s'efforce de vérifier l'hypothèse selon laquelle la finance de marché chinoise est sous-tendue par deux représentations contradictoires : celle de l'économie socialiste de marché, construite par les autorités centrales et locales, et celle de l'économie globale, développée par les investisseurs collectifs et individuels. Elle fait appel à une méthodologie de recherche croisée reposant à la fois sur l'analyse critique de documents (communications académiques, rapports officiels des institutions financières chinoises, publications professionnelles, revues de presse économique), et sur des entretiens semi-directifs avec deux experts officiels, trois stratégestes et trois gestionnaires de fonds asiatiques à Hong-Kong et à Paris. La recherche met en lumière la complexité du phénomène et la multiplicité des concepts utiles à son exploration. Elle révèle notamment la diversité des théories mobilisables (évolutionniste, institutionnaliste, régulationniste, culturaliste...), afin de mieux comprendre le phénomène de globalisation des marchés financiers. Il apparaît, après une lecture critique des restitutions de l'enquête, que la spécificité du marché chinois réside moins dans sa structure et ses procédures que dans le mode de gouvernance de l'économie chinoise. C'est donc moins le marché en soi que le triangle « Etat-banque-entreprise » - resitué dans son environnement idéologique et culturel - qui constitue la grille d'analyse la plus éclairante du phénomène de globalisation financière.

La finance de marché chinoise

La longue marche vers la globalisation

A la fin des années 1970, après trois décennies d'économie planifiée, la République Populaire de Chine (RPC) est entrée dans l'ère de l'économie socialiste de marché. Vingt années plus tard, elle a été officiellement admise au sein de la communauté économique internationale grâce à son adhésion à l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC). Cette reconnaissance occidentale est considérée comme une étape décisive du long processus d'adaptation des comportements chinois au mouvement de globalisation des échanges engagé en 1947 grâce à l'accord de Bretton Woods. Cette étape paraît être d'autant plus historique pour la RPC que la globalisation exige à la fois « une mobilité des droits individuels de propriété des firmes, dont la nationalité perd sa signification » (Reich, 1993), un désengagement de l'Etat - dont les interventions brouillent les signaux diffusés par les marchés -, et des ingérences multiples des organisations internationales dans les économies locales.

Le processus d'ouverture économique de la RPC s'est apparemment étendu à la plupart de ses secteurs d'activité, et notamment, à ses marchés de capitaux. Depuis 1984, leur développement a constitué une des priorités de la réforme économique chinoise : le nombre de sociétés cotées sur les places de Shanghai (ouverte en 1990) et de Shenzhen (instaurée en 1991) est passé de quelques dizaines à plus d'un millier en 1999, tandis que leur capitalisation boursière a été portée de quelques millions à plus de 400 milliards de dollars. Une observation attentive du processus d'ouverture de la finance de marché chinoise montre en fait l'ampleur et la diversité des obstacles rencontrés pour s'adapter aux standards internationaux. Ces contraintes ne sauraient être seulement imputées à des différences entre des institutions, des règlements, des procédures et des systèmes boursiers, financiers ou comptables ; elles semblent également résulter de divergences de natures idéologique et socio-culturelle. Leur analyse implique donc une approche plus transversale des mécanismes de globalisation des marchés financiers.

La présente recherche dresse un état de l'art sur l'internationalisation des bourses émergentes et sur l'ouverture de la finance de marché chinoise (1^e partie), présente la problématique posée et la méthodologie de recherche mise en œuvre (2^e partie), puis livre les résultats d'observations de terrain avant d'en discuter la validité et la pertinence (3^e partie) .

L'état de l'art : des approches techniques et ethnocentriques

Les chercheurs académiques et les experts financiers – tant occidentaux que chinois - ont focalisé leurs observations sur les obstacles techniques - notamment juridiques et comptables- à l'internationalisation des marchés locaux des capitaux. Seuls quelques économistes et sociologues chinois ont mis en lumière les différences entre les notions occidentale et chinoise de droits de propriété et de marché.

Les effets de la globalisation financière sur les marchés émergents des capitaux ont fait l'objet de nombreuses études depuis trente années. La « marchésation » de la finance internationale doit en principe permettre l'instauration d'une nouvelle relation de complémentarité entre l'Etat et l'entreprise (Lindblom, 1977 ; Lafay *et al.*, 1999) : le premier exerce des rôles de régulation et de stimulation de l'économie; la seconde assure des fonctions décisionnelles et opérationnelles de création de valeur. Les relations entre ces deux acteurs sont assurées par l'intermédiaire de réseaux complexes d'influence (administrateurs de

sociétés, autorités publiques de tutelle, lobbies des groupements professionnels...). Ces nouveaux systèmes Etats-entreprises sont ancrés dans les cultures nationales (Daguzan, 1997).

Selon Shangquan et Chi Fukin (1996), le marché chinois des capitaux a constitué un terrain privilégié d'expérimentation des mécanismes de marché par les autorités chinoises. Son développement a comporté cinq étapes :

- L'initialisation (1981-1988), marquée par la prédominance des émissions de titres publics, placées auprès des entreprises d'Etat et des collectivités territoriales ; seules quelques joint-ventures purent alors faire appel public à l'épargne ;
- Le décollage (1988-1990), en raison de la multiplication des émissions et de leur ouverture au grand public ; au cours de la seule année 1988, plus d'une centaine d'entreprises de tous statuts procédèrent à des augmentations de capital ; les premières opérations de trading furent autorisées sur les marchés de Shanghai et de Shenzhen ;
- La réorganisation de ces deux marchés (1990-1991), qui furent dotés de systèmes modernes de cotations et de compensations: le STAQ¹ et le NET² furent inaugurés en décembre 1990 ;
- L'ouverture des marchés (à partir de 1992) , notamment grâce à la mise en place de nouveaux instruments financiers (obligations à hauts rendements...) et à l'instauration du statut de société à responsabilité limitée ; ces initiatives permirent de décupler le volume des émissions, estimé à 382 milliards de yuans au cours de la période de 1981 à 1992 ;
- Le rattachement aux marchés de la RPC de la bourse des valeurs de Hong-Kong (1997).

Les littératures professionnelle et grand public montrent dans l'ensemble que l'ouverture des places boursières de la République Populaire de Chine (Shanghai, Shenzhen puis Hong-Kong) est au centre du mouvement de libéralisation du « grand marché de plus d'un milliard d'hommes ». Mais elle révèle également que l'attraction des capitaux locaux et internationaux nécessaires au développement de l'économie chinoise, implique une sécurisation des systèmes de régulation des marchés, une standardisation de leurs instruments financiers, et plus largement, une libéralisation des investissements directs et indirects étrangers, une occidentalisation du droit économique chinois, une modernisation du système bancaire... La presse souligne que la mise en oeuvre de ces réformes suscite, parmi les autorités publiques et les milieux d'affaires chinois, des dilemmes de natures à la fois politique, économique et juridique: finance « sinisée » ou finance internationale, « gradualisme » chinois ou « big bang » à l'occidentale; capitalisme populaire ou capitalisme « offshore »; marché cloisonné ou ouvert; marchés traditionnels ou nouveaux marchés (à l'instar du Growth Enterprise Market de Hong-Kong); marchés ouverts aux actions de firmes privées, aux parts de *joint-ventures* et/ou de combinats ou de coopératives publiques; réglementation chinoise ou occidentale des intermédiaires des marchés... Plusieurs modèles d'organisation des marchés s'offrent aux autorités chinoises: occidentaux (New York Stock Exchange, NASDAQ, Euronext) et asiatiques (Tokyo, Singapour, Taipei, Séoul, Bangkok). Les organisations des bourses chinoises, qui ont bien résisté à la crise asiatique de 1997-1998, constituent elles-mêmes des modèles pour certaines places financières de l'ASEAN. Plusieurs courants idéologiques (conservateurs, réformateurs, « nouvelle gauche »...) s'affrontent sur ces questions au sein des organes centraux et locaux du pays. Ces débats témoignent de l'importance des enjeux attachés à l'ouverture des marchés locaux des valeurs.

Selon les chercheurs chinois, la finance de marché de la RPC est surtout influencée par son système de droits de propriété et par ses réglementations financière et comptable. Les autorités chinoises ont pris progressivement conscience de l'effet sur les performances des entreprises

¹ National Securities Trading Automated Quotations System.

² National electronic Trading System.

privées et publiques, d'une ouverture au public de leur capital. Aux termes occidentaux de « privatisation » et de « libéralisation », ils leur ont préféré ceux de « modèle de transition » ou de « système actionnarial ». Lee et Yang (1993) ont ainsi montré que la réforme économique engagée en 1978 reposait sur un système particulier d'actionnariat mis en place par le gouvernement. Li (1996) et Zhiyuan Cui (1998) se sont efforcés de le modéliser par la théorie dite des « droits de propriété équivoque » (ambiguous property rights), qui constitue une libre interprétation de l'approche des « droits de propriété incomplets » (Coase, 1988). La propriété d'un actif peut en effet revêtir des formes diverses : privée, publique, communale, collective, mutuelle. Elle est en principe assortie de droits (de transmission, d'utilisation, à rémunération, de contrôle) à la fois partitionnables, séparables et inaliénables. Plusieurs formes juridiques d'entreprises coexistent au sein de la RPC: à la notion traditionnelle de « propriété étatique » (entreprises publiques), ont été adjointes celles de « propriété privée » (sociétés privées) puis de « propriété gouvernementale », couvrant les entreprises contrôlées par les gouvernements régionaux (Jiahua Che et Yingyi Qian, 1998). La propriété privée chinoise est dite incomplète ou équivoque, car la loi et les usages du pays garantissent - inégalement dans le temps et d'une forme juridique à l'autre - les droits des actionnaires aux patrimoines, aux profits et au contrôle des entreprises. Cette incertitude contribuerait, selon Li et Zhiyuan Cui, à un meilleur équilibre du rapport de forces entre les propriétaires et les agents et rendrait ainsi le modèle chinois de gouvernement d'entreprise plus efficient que le système occidental.

Le protocole de la recherche : une approche croisée d'un processus complexe

Les littératures académiques, locale et internationale (principalement américaine et japonaise), mettent en lumière la diversité des obstacles rencontrés par les acteurs publics et privés dans la réforme des marchés émergents de capitaux. La recherche exploratoire présentée s'inscrit dans ce champ d'observation, puisqu'elle soulève la problématique du processus d'adaptation des organisations des bourses locales et des comportements des investisseurs, aux mécanismes de globalisation financière. La recherche soulève donc, au travers du cas chinois, la problématique de l'adaptation des bourses émergentes à la nouvelle finance internationale. Elle est appliquée au terrain – encore peu exploré par les chercheurs francophones – des marchés de capitaux de la RPC. Elle s'efforce de vérifier l'hypothèse selon laquelle la finance de marché chinoise est sous-tendue par deux représentations contradictoires : celle de « l'économie socialiste de marché », construite par les autorités centrales et locales, et celle de l'économie globale, développée par les investisseurs collectifs et individuels. Elle fait appel à une méthodologie de recherche croisée reposant à la fois sur l'analyse critique de documents (communications académiques, rapports officiels des institutions financières chinoises, publications professionnelles, revues de presse économique), et sur des entretiens semi-directifs avec deux experts du Chinese Reform and Development Institute, d'une part, six stratégestes et gestionnaires de fonds asiatiques à Hong-Kong et à Paris³, d'autre part. Le questionnaire administré au cours du 2^e trimestre 2000, a été scindé en trois parties distinctes, portant respectivement sur les contraintes réglementaires, les divergences idéologiques et les différences socio-culturelles entre les approches chinoise et occidentale de la finance de marché.

Les résultats de la recherche : les paradoxes du « gradualisme »

³ Cf annexe jointe à l'étude.

Les experts interrogés ont des perceptions partiellement divergentes des obstacles à la globalisation financière rencontrés par le marché chinois des capitaux. En revanche, ils s'accordent à reconnaître qu'une réelle connexion des places chinoises au marché international risque d'être encore longue et chaotique.

Les contraintes institutionnelles

Plusieurs observateurs interrogés notent que l'Etat chinois s'est efforcé depuis le milieu des années 1980 de réduire les obstacles rencontrés sur les marchés locaux par les investisseurs étrangers:

- Sur un plan microéconomique, la forte volatilité initiale des cours - principalement due à l'étroitesse des marchés, à l'insuffisance des instruments financiers et à la quasi-absence de contrôle des opérations - a pu être réduite grâce à diverses réformes, parmi lesquelles la nouvelle loi boursière de 1998⁴.
- Sur un plan macroéconomique, les gouvernements successifs - de plus en plus conscients que la finance de marché constitue une voie privilégiée d'accès au marché international des capitaux - ont réussi à maintenir des conditions (notamment monétaire et budgétaire) favorables aux investissements étrangers.

Plusieurs experts s'opposent à cette vision conformiste. Ils indiquent que certaines restrictions administratives (sur l'accès au marché, les transactions, les versements des dividendes, les compensations...) n'ont été que partiellement levées, les autorités de tutelle cherchant à conserver le contrôle des introductions et des transactions pour des raisons notamment politiques. Ils rappellent que depuis la fin des années 1980, l'Etat central n'a cessé de reculer face aux pressions de certains groupes d'intérêts, différant les réformes structurelles. Ils soulignent ainsi que des différences notables subsistent, malgré les réformes, entre les cadres comptables anglo-saxon et chinois; selon eux, les comptabilités des entreprises chinoises restent fondées sur la doctrine économique marxiste: plusieurs de leurs dispositions sont directement dérivées des principes de la planification centralisée soviétique; les divers plans comptables (établis par Ministères de tutelle, par régions, par types d'entreprises...) ont valeur de règlements; les documents comptables sont définis comme des « rapports remis aux autorités supérieures »; les fonds propres sont des « ressources utilisées par l'entreprise en tant que moyens de travail »... Ils confirment donc les résultats des enquêtes menées par Tang (1995) et Chen (1997), mesurant les distorsions (généralement favorables) entraînées par l'application de la comptabilité chinoise dans la mesure des performances des firmes. En matière fiscale, l'impôt sur les bénéfices a été simplifié, la TVA introduite, une nouvelle taxe sur les affaires instaurée..., mais ces réformes ont été très inégalement appliquées selon les régions. Des incohérences sont également perçues dans le secteur bancaire, où malgré plusieurs réformes, les prêts sont toujours en grande partie octroyés plus en fonction des positions sociales des emprunteurs que sur la base d'analyses des risques des projets. De nombreuses entreprises industrielles et financières, tant publiques que privées, constituent par

⁴ L'ouverture des marchés financiers de l'Empire du Milieu constitue un pas important dans sa longue marche vers la globalisation: après plusieurs mois de débats publics, l'Assemblée Nationale Populaire a voté en décembre 1998 - contre toute attente - la nouvelle loi sur les opérations boursières, qui vise à prévenir les risques de marché, à réprimer les délits d'initiés, à standardiser les cotations et les transactions; elle établit une « double muraille de Chine »⁴ entre les activités des banques et celles des courtiers, d'une part, et entre les comptes propres de ces derniers et leurs comptes de tiers, d'autre part.

ailleurs des circuits de financement parallèles (xiao jinkun, ou « caisses noires »), partiellement recyclées sur les bourses locales des valeurs.

Mais la principale contradiction est décelée dans le régime de gouvernance des entreprises de la RPC. Son système des droits de propriété est jugé complexe et ambigu, accréditant ainsi la thèse de Zihuan Cui des « droits de propriété équivoques ». Les firmes chinoises peuvent émettre cinq types principaux d'actions : celles des unités économiques publiques, privées fermées, privées ouvertes, conjointes et à investissements étrangers. Les quatre premières émettent des actions A (A-shares), réservées aux seuls investisseurs locaux, tandis que la cinquième dispose d'actions B (B-shares) ouvertes aux opérateurs étrangers, cotées en monnaie chinoise, mais souscrites, échangées et rémunérées en devises étrangères. Seuls les titres A de sociétés ouvertes et les titres B sont librement négociables. Les entreprises d'Etat-pilote sont progressivement constituées en sociétés anonymes et cotées en bourse. Cet appel au marché vise à réaliser « la séparation du gouvernement et des entreprises », « le partage des droits de propriété et des droits d'exploitation », la transformation de relations administratives entre fonctionnaires et gérants, en interactions économiques entre actionnaires et gestionnaires. Les actions cotées à la bourse de Hong-Kong (actions H ou H-shares cotées en dollars de Hong-Kong) sont également accessibles à tous investisseurs. L'indice Heng-Seng de ce marché recouvre des titres de sociétés de la RPC (red chips) et des actions de firmes hong-kongaises (blue chips). Depuis septembre 1999, le nouveau marché de Hong-Kong (Growth Enterprise Market ou GEM), destiné aux valeurs technologiques, a été lancé : il est ouvert aux sociétés de hautes technologies offrant à la cotation au moins 20% de leur capital social pour une valeur d'au moins 30 millions de dollars de Hong-kong ⁵. Le niveau élevé de ces seuils, destiné à écarter l'accès direct des « jeunes pousses » à ce marché à hauts risques, encourage le développement des sociétés de capital-risque, facilite l'action de contrôle des autorités de tutelle, favorise la régulation du marché et limite les opérations spéculatives.

Ces contradictions résulteraient notamment, selon certains observateurs interrogés, d'oppositions de nature idéologique entre différents groupes d'intérêts chinois

Les divergences idéologiques

Certains gestionnaires de fonds asiatiques sont dans l'ensemble convaincus que la stratégie d'ouverture progressive des marchés chinois des capitaux, s'inscrit dans la « longue marche de l'économie chinoise vers le capitalisme », ou « voie du gradualisme », selon la formule de Lardy (1997). Cette dernière - bien que de plus en plus contestée - constitue toujours la doctrine économique officielle du pays depuis l'avènement de Deng Xiao Ping, qui l'a qualifiée de « traversée de la rivière en cherchant des pierres pour passer ». Le gradualisme repose sur une veille attentive des effets des politiques monétaires et financières engagées par les gouvernements des autres pays d'Asie-Pacifique et de certains Etats d'Amérique latine. Les autorités chinoises ont notamment observé les rythmes de libéralisation des autres marchés émergents. Elles ont écarté les modèles de dérégulation accélérée de Singapour et de Taipei, et ont préféré les processus plus prudents d'internationalisation des bourses de Corée du Sud, de Thaïlande, du Mexique et de Turquie. Elles ont notamment appliqué le modèle de segmentation (tracking stocks) des actions cotées (A.B...), expérimenté sur la place de Bangkok. Elles ont notamment tiré les enseignements des effets négatifs de la globalisation sur

⁵ Environ 4 millions d'euros.

la bourse de Séoul à la fin de 1980, et surtout, de la crise asiatique de 1997, marquée par les krachs boursiers des pays de l'ASEAN⁶ et de la Corée du Sud.

Plusieurs observateurs hésitent toutefois à parler de « réforme » des structures économiques et financières du pays. Ils attribuent plutôt le changement à l'évolution des rapports de forces entre les réseaux plus ou moins antagonistes qui luttent pour le pouvoir politique ou économique: membres des gouvernements central et locaux, responsables du Parti, hauts fonctionnaires, dirigeants des entreprises d'Etat, hommes d'affaires, représentants de la diaspora chinoise... Ces groupes d'intérêt peuvent être territorialisés (ils défendent les collectifs de leurs villages ou de leurs régions), professionnalisés (ils soutiennent les intérêts de leurs ministères, de leurs organismes officiels ou de leurs entreprises), ou affinitaires (ils conservent la mémoire des Gardes rouges, de l'Armée...). Chacun de ces groupes sociaux adapte ses comportements en fonction de ses propres représentations du « capitalisme rouge » (Rocca, 1997). Comme dans la plupart des secteurs de l'économie, le marché financier chinois est marqué par une certaine confusion entre le pouvoir économique et le pouvoir politique, par une interpénétration de la sphère commerçante par la sphère bureaucratique, par un recouvrement partiel des économies formelle et informelle, par un chevauchement des pratiques légales et illégales. Selon certains observateurs chinois, l'entente spontanée entre les milieux d'affaires de Hong-Kong et l'administration de la Chine continentale symbolise ces multiples paradoxes, qui ne s'expliquent que par les racines ancestrales du capitalisme chinois.

Les différences socio-culturelles

Les experts interrogés reconnaissent que l'argent constitue un des piliers de la société chinoise post-maoïste. Le peuple chinois a une « relation à l'argent enracinée dans sa culture » : depuis deux millénaires, il vénère les « neuf dieux de la fortune » (catshen ye) et attribue notamment des vertus magiques au chiffre 8. Le souhait de tout chinois moyen est d'acquiescer « fortune, bonheur et longévité », et, afin de parvenir à ses fins, il est prêt à prendre des risques disproportionnés par rapport à l'enjeu du pari. Les salles de casinos étant interdites dans la RPC (sauf à Macao), les placements boursiers constituent un des palliatifs aux jeux d'argent. La seule ville de Shanghai ne compte pas moins de deux mille salles de bourse – le plus souvent installées dans les anciennes bibliothèques du peuple –, dans lesquelles des épargnants de toutes origines sociales se livrent à des opérations d'achat-vente au comptant et à terme. Plusieurs dizaines de milliers de travailleurs (parfois privés d'emplois) immigrés des campagnes dans les zones économiques spéciales, détiendraient ainsi, au début de l'an 2000, près de 10% de la capitalisation boursière des marchés de Shanghai et de Shenzhen. Aussi, les autorités locales se gardent-elles de favoriser l'actionnariat populaire et multiplient-elles les campagnes d'information mettant en garde les opérateurs contre les risques de la corruption et contre les dangers de la spéculation. Elles interdisent l'ouverture au public local des transactions sur les titres des entreprises d'Etat et des coopératives. Elles demeurent ainsi attachées au système cloisonné de classes d'actions plus ou moins négociables en bourse.

Au-delà de cette approche socio-économique de la « différence chinoise », l'étude montre donc, non pas le « gradualisme » de l'économie socialiste de marché, mais le « dualisme » de l'approche chinoise du marché, sensible dans l'alternance entre ouverture et fermeture, changement et immobilisme, globalisme et nationalisme... Le phénomène de globalisation des marchés financiers locaux s'avère donc – du moins au travers de l'exemple chinois – difficilement réductible aux modèles d'analyse occidentaux. Certaines règles du jeu de

⁶ Zone de libre échange constituée par la plupart des pays d'Asie du Sud-Est.

l'économie de marché font notamment l'objet d'interprétations différentes - voire contradictoires - entre les acteurs chinois et occidentaux. Cette observation invite à relativiser les principaux construits théoriques appliqués aux processus de globalisation économique.

Conclusion et ouvertures

La globalisation des bourses émergentes est définie comme un processus d'intégration à l'environnement international des dimensions financière, monétaire, juridique, économique et fiscale des marchés locaux. Malgré son instrumentation sommaire, la recherche met en lumière la complexité du phénomène et la multiplicité des concepts utiles à son exploration. La méthodologie mise en oeuvre afin de tester les hypothèses de la recherche comporte certains biais dus notamment à l'insuffisante représentativité de l'échantillon d'experts interrogés, aux difficultés de traduction de leurs vécus du changement des marchés, aux distances culturelles entre l'enquêteur et les enquêtés... Malgré ces lacunes, la recherche révèle la diversité des théories mobilisables (évolutionniste, institutionnaliste, régulationniste, culturaliste...), afin de mieux comprendre le phénomène de globalisation des marchés financiers. Ce dernier a jusqu'à présent fait l'objet d'analyses techniques et ethnocentriques, qui ont dans l'ensemble constaté les progrès de la globalisation sur les structures et le fonctionnement des bourses locales. Or, il apparaît, après une lecture critique des restitutions de la présente enquête, que la spécificité du marché chinois réside moins dans sa structure et ses procédures que dans le mode de gouvernance de l'économie chinoise. C'est donc moins le marché en soi que le triangle « Etat-banque-entreprise » - resitué dans son environnement idéologique et culturel - qui constitue probablement la grille d'analyse la plus éclairante du phénomène de globalisation financière.

Références bibliographiques

- Chen Y. *et alii*, « Problems of Accounting Reform in the People's Republic of China », *The International Journal Of accounting*, 32,2, 1997, p.139-153.
- Coase R.H., *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago Press, 1988.
- Daft R, Weick K.E., « Toward a Model of Organization as Interpretation Systems », *Academy of Management Review*, 9, 1984.
- Daguzan J.F., « l'Etat et l'entreprise dans la mondialisation », *Revue française de géoéconomie n° 1*, Economica, 1997.
- Duke L., Papaioannou M.G., « Accessing Emerging Stock Markets » : Prerequisites for International Investors », *Journal of Investing*, dec. 1993, p.322-337.
- Eyraud C., *L'entreprise d'Etat chinoise*, L'Harmattan, 1999, p. 192-202.
- Granick D., *Chinese state Enterprises : a Regional Property Rights Analysis*, University of Chicago Press, 1990.
- Lafay G., Freudenberg M., Herzog C., Unal-Kesenci D., *Nations et mondialisation*, Economica, 1999, p.27-32.
- Lardy S., « The long march to capitalism », *the economist*, 13 sept.1993.
- Lee Keun, « Property Rights and the Agency Problem in China's Enterprise Reform », *Cambridge Journal of Economics*, 17(2), 1993, p.179-94.
- Li David, D., « A Theory of Ambiguous Property Rights in Transition Economies : the Case of the Chinese non-state sector », *Journal of Comparative Economics*, 23(1), 1996, p.1-19.
- Li Yinning, « Les marchés chinois de capitaux », *Journal Chine Nouvelle*, 28 dec 1998.
- Lindblom C., *Politics and Markets*, Basic Books, 1977, p.96-98.

- Moshiran F., « Challenges for further Global financial Integration », *Journal of Multinational Financial Management*, feb. 1999, p.209-216.
- Reich R., *L'économie mondialisée*, Dunod, 1993, p.132.
- Rocca J.L. , « Le capitalisme chinois ou les paradoxes du flou », *Pouvoirs*, 2^e trimestre 1997.
- Shangquan G, Fulin C.(eds), *The Chinese Securities Market*, Foreign Languages Press, Beijing, 1996, p.184-190.
- Tang Q., « International Accounting Diversity and Business Decision », *Asia-Pacific Journal of Accounting*, , dec. 1995, p. 45-65.
- Yang X. Et Wills I.R., « A Model Formalising the Theory of Property Rights », *Journal of Comparative Economics*,14(2), 1990, p.177-198.
- Yang X, « Theories of Property Rights and China's Reforms », *China Economic review*, , 4(2), 1993, p.195-212.
- Zhiyuan Cui, « Whither China : The Discourse and Practice of Property Rights Reform in China », *Working Paper of M.I.T*, jan. 1998.

Annexe
Caractéristiques de l'échantillon d'experts interrogés* (8)

Organisme consulté	statut de l'enquêté	expériences en Asie	lieux**** et durées des entretiens
Chinese Reform & Development Institute	expert senior expert junior	RPC/ HK** RPC / HK	HK, 2x30 mn
Chine 2000 (Rothschild)	asset manager	RPC/HK Japon	HK, 2x40 mn
Atlas Chine (Financière Atlas)	asset manager	RPC/HK ASEAN***	HK, 1x40 mn
Baring IUF (Baring International)	asset manager	RPC/HK ASEAN	HK, 2x30 mn
Fleming FF	strategist	RPC/HK Japon , ASEAN	HK, 1x30 mn
Sogelux Fd Eq (SG Asset Management)	strategist	RPC/HK Japon	P, 2x30 mn
Asia 2000 (DLJ)	strategist	RPC/HK Japon, ASEAN	P, 2x30 mn

*entretiens face à face ou forum groups en anglais (avec l'assistance d'un enseignant-chercheur de l'Université de HK) par questionnaires thématiques de type semi-directif; exploitation des restitutions brutes à partir d'un index des mots-clés.

**République Populaire de Chine & Hong-Kong

***Zone de Libre échange du sud-est asiatique (10 pays membres)

****HK (Hong Kong) ou P (Paris).