

LES MUTATIONS DU MODÈLE JAPONAIS DE *CORPORATE GOVERNANCE*

PATRICE GEOFFRON * ET MARIANNE RUBINSTEIN **

Les pouvoirs publics japonais ont entamé à partir du milieu des années soixante-dix un processus de déréglementation financière qui n'est pas achevé à ce jour. Ce processus a considérablement modifié les modalités de fonctionnement de la sphère financière japonaise et explique en partie la forte croissance des marchés financiers de 1985 à 1989 et leur dépression ultérieure. Or, la singularité des relations banque-industrie a longtemps fondé la cohérence du modèle productif japonais. Ces mutations financières induisent dès lors une remise en question de la logique même du modèle et suscitent des interrogations sur l'intrusion de pressions *courtermistes* comme dans le cas américain. Notre propos ici est d'identifier certains changements du *corporate governance* nippon en relation avec les évolutions financières en cours.

225

Le corporate governance à la japonaise : système de la banque principale et participations croisées

Deux spécificités sont au cœur du *corporate governance* japonais : des relations banque-industrie étroites dans le cadre du Système de la Banque Principale (SBP) et une densité des participations croisées au sein des groupes. La logique du SBP est cohérente avec le mode de financement indirect qui a prévalu jusqu'à la fin des années soixante-dix, dans un contexte de faible développement du marché des titres. Dans ce système, les banques sont à la fois actionnaires et bailleurs de fonds des entreprises. A la différence des Etats-Unis — où existe une séparation stricte entre actionnaires et prêteurs — la réglementation japonaise a permis aux banques d'être des investisseurs actifs. Néanmoins, ces relations sont régies par la loi antimonopole japonaise qui limite le quota d'actions détenues par la banque à 5 % du total du capital¹. L'organisation en pool

* Université de Reims et CREI, Paris XIII.

** Université de Tours et CREI, Paris XIII.

¹ L'idée originelle était d'empêcher la formation de structures contrôlées par les institutions financières, du type des *Zaibatsu*, en recherchant une segmentation du pouvoir financier.

permet aux banques de contourner ces restrictions. Elles délèguent à cette fin leur pouvoir décisionnel à la banque qui détient le plus d'actions — et en général le plus de créances — lui conférant un rôle de chef de file et, de la sorte, un pouvoir financier réel sur l'entreprise.

Concrètement, ce pouvoir ne s'exerce qu'en cas de difficulté significative pour l'entreprise. En période de croisière, les décisions sont entièrement déléguées aux responsables de l'entreprise, contrôlés toutefois par le biais de promotions, notamment sur la base des profits dégagés. Dans les périodes critiques, la banque principale intervient rapidement. Elle dispose à cette fin d'un poste d'observation privilégié en tant que principal prêteur, principal actionnaire et gestionnaire de trésorerie, ce qui lui permet de détecter ou anticiper les difficultés éventuelles². L'intervention de la banque principale permet alors d'opérer des aménagements financiers et d'envisager l'offre de services divers allant de la mise à disposition de compétences en management à la recherche d'opportunités commerciales. La banque principale conseille l'entreprise sur la vente de certains actifs pour réduire sa dette, l'incite éventuellement à accepter de traiter avec une autre banque ou à coopérer avec une firme industrielle³. Grâce à ce système, le sauvetage d'une entreprise défaillante peut intervenir plus rapidement que par le marché, ce qui permet de réduire le risque de faillite (Berglöf, 1989). De fait, la faillite d'entreprise ayant pour banque principale un établissement de renom est rare au Japon car la réputation de la banque elle-même est alors en jeu.

226

L'autre trait caractéristique du *corporate governance* à la japonaise est la stabilité de l'actionnariat, obtenue par les participations croisées entre les firmes (Sheard, 1992, 1994a). Environ 70 %⁴ des parts de firmes japonaises sont détenues par d'autres firmes en parcelles dont les propriétaires ont des liens divers avec la firme (fournisseur, acheteur, prêteur, assureur, etc.). Cette répartition des parts repose sur la réciprocité, configuration qui trouve sa forme la plus achevée dans le cas des Keiretsu et permet de prévenir les OPA hostiles. Outre les prix préférentiels fixés par les firmes entre elles, les transferts réciproques des droits de propriété garantissent une relative stabilité de l'actionnariat. Soulignons que cette stabilité a été renforcée par l'inertie des actionnaires individuels (23,1 % de l'actionnariat total en 1990) et, jusqu'aux années quatre-vingt, par la faible liquidité du marché des titres. On retrouve la banque principale au cœur de ce système

² Au contraire, à l'époque où Chrysler était proche de la faillite, environ quatre cents banques ont élargi leurs concours et aucune n'était totalement au fait de l'ampleur du problème, jusqu'à l'officialisation de la crise.

³ Les relations de Mazda Motors et de la Sumitomo Bank illustrent ce type d'influence.

⁴ Les chiffres qui suivent sont tirés de Sheard (1994a). Cf. aussi Prouse (1992).

des participations croisées. D'une part, les institutions financières détenaient en 1990 45,2 % des actions dont approximativement la moitié pour les banques. D'autre part, ces dernières sont souvent des actionnaires de premier rang, position qu'elles partagent parfois avec les actionnaires familiaux. Par le contrôle qu'elle exerce sur la firme dans ce contexte de stabilité de l'actionnariat, la banque principale doit assurer le paiement des traites aux différents créanciers.

On comprend dès lors l'opposition entre le système américain de régulation par le marché et le système japonais de régulation par le crédit. Les caractéristiques du premier sont un degré élevé de développement du marché des titres — de surcroît très liquide —, une faible concentration des actionnaires, un ratio crédits bancaires/financement total faible et un turnover élevé dans la prise de participation au capital des entreprises ; le second présente les caractéristiques strictement inverses (Aoki, 1989 ; Dosi, 1988). Par ailleurs, dans une économie de marché à l'américaine, les faillites jouent un rôle-clé dans l'ajustement structurel. Si ces mécanismes de marché opèrent au Japon dans le secteur des PME, le mode de financement des groupes peut être analysé comme une série de mécanismes permettant aux firmes de souscrire une assurance contre les défaillances et les prises de contrôle externes.

La combinaison du SBP et des participations croisées correspond ainsi à un agencement intermédiaire entre le contrôle totalement internalisé et le contrôle externe par l'intermédiaire des marchés de capitaux comme dans le cas américain.

227

La cohérence du corporate governance avant la déréglementation financière

Ce système de *corporate governance* a été d'une remarquable cohérence dans la période précédant la dérégulation financière. Du point de vue de l'efficacité industrielle, ce système facilite l'adoption de stratégies de long terme, notamment en matière d'investissement et de recherche-développement des firmes (Porter, 1992 ; Hoshi & Alii, 1990-1991). Mais les entreprises industrielles ne sont pas les seules à tirer bénéfices de cet agencement. Les banques sont en effet soumises dans ce cadre à des risques limités qui expliquent partiellement leur croissance exceptionnelle des années quatre-vingt — tout en conservant des ratios Cooke particulièrement faibles⁵ — la structure en Keiretsu limitant à la fois les risques de défaut, de taux et de liquidité (Chevalier-Farat, 1992). Néan-

⁵ Parfois inférieurs à 3 %.

moins, le système n'est pas exempt d'effets pervers, le principal étant d'inciter les firmes au surendettement pour nourrir la relation de long terme avec les banques. Certaines études montrent ainsi que le taux de profit des firmes affiliées aux grands groupes est en général inférieur à celui des firmes indépendantes (Caves et Uesaka, 1976 ; Nakatani, 1984). Plus encore, pour Yafeh et Weinstein (1993, a, b), la réglementation financière prévalant au Japon jusqu'aux années quatre-vingt aurait permis aux banques d'exercer un pouvoir de marché sur les entreprises et de prélever une rente. De surcroît, l'aversion pour le risque des banques aurait entravé la croissance des firmes.

La prime reçue par les banques peut aussi être interprétée comme la rémunération d'une assurance que confère le SBP dans le cadre des contrats de travail de long terme. En effet, une partie des avoirs des salariés quasi-permanents des firmes est constituée d'actifs non cessibles sous la forme de créances futures correspondant aux primes de retraite et d'ancienneté. Ce lien entre l'entreprise et ses employés est renforcé par la faible mobilité des salariés, une démission se révélant très coûteuse dans ce système de rémunération à l'ancienneté. Le risque de faillite a donc un coût social important car les actifs détenus par les ménages dépendent de la prospérité de la firme. On comprend ainsi mieux l'importance des solidarités exercées à l'intérieur des Keiretsu et/ou dans le cadre du SBP ⁶.

228

Cette relation d'assurance se double d'une relation d'agence dans laquelle la banque principale exerce un contrôle indirect sur les équipes de travail en fixant un niveau minimal de performance permettant de rembourser les prêts bancaires ⁷, le manager allouant par ailleurs une prime collective *ex post* en fonction de la performance (Garvey et Swan, 1992). Le SBP permet donc le contrôle de la performance des équipes de travail dans le cas de contrats de travail de long terme incomplets.

La théorie de l'agence est également un cadre adapté pour expliquer la nature de la relation entre le pool bancaire et la banque principale. Pour ne pas dupliquer les coûts de contrôle sur une même entreprise, les banques créancières délèguent cette fonction à tour de rôle à une banque du pool, qui devient la banque principale. Ainsi, elles peuvent diversifier leur risque de défaut sans augmenter leurs coûts de monitoring. Le contrôle exercé par la banque principale sur la firme n'étant pas observable, cela induit une relation principal-agent entre le pool bancaire et la banque principale. En raison de cette asymétrie d'information, cette banque devra,

⁶ Notons qu'en cas de faillite ou de restructuration, la banque principale prend en charge le reclassement des salariés (Reorganization Law).

⁷ Ce niveau sera d'autant plus respecté que le coût social d'une faillite est élevé du point de vue des employés.

en cas de faillite, supporter une part disproportionnée des pertes de l'entreprise (Sheard, 1994b). A l'inverse, le rôle de banque principale présente des avantages, par exemple en permettant de capter les comptes des salariés de la firme.

A la différence des Etats-Unis, les actionnaires individuels sont largement absents du *corporate governance* japonais. Ils ne disposent d'aucun moyen de pression et sont en diminution constante depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Néanmoins, les faibles dividendes de leurs titres sont compensés par un taux de rendement net en moyenne plutôt élevé (Aoki, 1988).

Des évolutions sensibles dans les modalités de financement de l'industrie

La déréglementation a eu une incidence très sensible sur les relations finance-industrie qui, nous l'avons vu, structuraient jusqu'alors le modèle japonais de *corporate governance*. Certes, les pouvoirs publics ont écarté le modèle britannique du *Big bang* au profit d'une approche plus feutrée de la déréglementation. Pourtant, la manifestation progressive de l'effet de ciseau (modernisation des marchés de capitaux et accroissement de la capacité d'autofinancement des firmes) durant les années quatre-vingt a modifié l'équilibre du mode de financement bancaire de la firme japonaise. Délaissées par leurs clients industriels qui levaient leurs capitaux massivement auprès des marchés financiers, les banques se sont progressivement tournées vers des emprunteurs de qualité parfois médiocre — notamment vers le secteur immobilier — contribuant à la fragilisation du système financier, révélée dès 1989 par la crise financière touchant de plein fouet les banques.

229

L'apparition de substituts aux prêts bancaires a éloigné les banques de leur point d'observation privilégié de la santé des firmes et restreint leur pouvoir de pression en période de difficultés. Ces firmes ont en effet souvent trouvé sur les euromarchés des fonds à des coûts avantageux, se sont endettées sous forme d'obligations convertibles ou à warrants, instruments laissant une large place à la spéculation financière. Ce mouvement relève d'un changement plus général dans les pratiques de financement des entreprises au cours des années quatre-vingt :

- elles ont accru la part du recours aux fonds propres dans leur financement total ;

- dans le financement externe, elles ont augmenté la part des titres par rapport aux emprunts bancaires, en réduisant surtout la proportion des emprunts à long terme ;

- dans le financement par titres, elles ont très sensiblement accru la part émise à l'étranger.

En conséquence, la part du marché des financements occupée par les banques a reflué de 80 % en 1970 à une moyenne de 60 % après 1985. Devenues très liquides, les grandes sociétés ont eu recours aux banques plus marginalement et ont même largement souscrit aux dettes subordonnées que les banques japonaises ont été autorisées à émettre pour renflouer leurs fonds propres à partir de 1991 ⁸.

OUTILS DE FINANCEMENT DES ENTREPRISES

	Apport aux	Emissions publiques	Placements privés	Exercice de droit de souscription	Obligations classiques	Obligations convertibles	OBSA	Banques	% Banques
1970	538	138	5	—	605	25	—	5 646	81
1980	90	881	81	—	1 217	615	—	8 973	76
1985	183	506	33	137	2 107	3 222	703	20 697	75
1986	69	400	30	373	2 184	3 177	2 161	21 661	72
1987	436	1 394	109	1 074	1 949	6 257	3 236	24 168	63
1988	787	2 582	104	1 309	1 632	7 519	3 703	19 638	53
1989	726	5 830	102	2 190	1 390	8 496	9 675	66 897	70
1990	825	1 975	315	678	3 301	3 498	3 850	20 889	59
1991	218	126	104	360	6 082	1 306	3 405	9 703	46
1992	111	4	102	203	4 056	862	1 677	7 295	51

Source : Bank of Japan : Tokyo Stock Exchange.

La poursuite de la déréglementation dans les années quatre-vingt-dix pourrait contribuer, au sortir de la crise financière, à accentuer encore la distance entre firmes industrielles et banques, ces dernières étant soumises à une concurrence accrue des autres intermédiaires financiers. Les amendements proposés en 1992 pour assouplir les procédures d'émission de titres sont aussi de nature à encourager cette tendance ⁹.

⁸ Notons que les chocs boursiers et immobiliers ont aussi atteint certaines grandes entreprises qui ont recouru à nouveau aux banques pour financer leurs charges de remboursement.

⁹ Le ministère des Finances japonais a libéralisé les conditions requises pour devenir émetteur de façon à permettre à plus d'entreprises d'émettre des capitaux à l'étranger.

L'incidence de la déréglementation financière sur le modèle japonais de corporate governance

La dérégulation financière a ainsi attaqué la cohérence du modèle japonais en déstabilisant les relations de long terme entre institutions financières et firmes industrielles. Jusqu'à présent, la relation banque-firme avait une double nature, la banque étant à la fois prêteur et actionnaire. La relation d'agence entre la banque actionnaire (le principal) et le manager (agent) était gérée grâce à la fonction créancière des banques, qui leur permettait d'exercer un contrôle direct sur la firme dans le cadre de la délégation à la banque principale. Un recul de l'intermédiation bancaire et une modification de sa nature ne pouvaient rester sans effet sur les mécanismes du *corporate governance* japonais.

D'une part, la fonction d'assurance de la banque principale¹⁰ devient moins nécessaire dès lors que les firmes peuvent diversifier leurs risques en se couvrant sur les marchés financiers nationaux ou internationaux. Les marchés financiers peuvent en effet offrir des substituts aux produits bancaires, à la fois au plan des financements, mais également en termes de mécanismes de gestion des risques.

D'autre part, l'instauration de liens plus distants entre banques et entreprises devrait être renforcée par le déclin des comportements bancaires cartelisés. La concurrence plus aiguë qui s'instaure entre banques et entre les banques et les autres intermédiaires financiers n'est en effet pas propice à la coopération que requiert le système de la banque principale. Le marché bancaire a longtemps été caractérisé par des pratiques proches de la collusion, d'autant que le contrôle exercé par le ministère des Finances et la Banque du Japon n'allait pas à l'encontre de telles pratiques. Comme la déréglementation a suscité une plus grande diversité des produits et des opérateurs financiers, l'adoption de stratégies opportunistes par certaines banques est plus aisée de sorte que la gestion de cartels est plus complexe et plus coûteuse. Ajoutons à ce panorama que la crise financière de la fin des années quatre-vingt, en entamant la santé financière des banques, a fragilisé leur capacité à accompagner le développement industriel et à intervenir selon les mécanismes conventionnels du SBP¹¹.

¹⁰ Induisant un surcroît de financement pour les firmes qui en bénéficient, surcoût assimilable à une prime d'assurance.

¹¹ Quelques exemples illustrent ce durcissement des relations banque-industrie : Mazda, confrontée à des difficultés financières en 1992, n'a pas bénéficié du soutien financier des banques, même s'il semble que la réorientation vers une politique d'austérité ait été conduite en coulisse par la banque Sumitomo. Fin 1993, la Long Term Credit Bank of Japan a décidé de ne plus soutenir EIE International, un important promoteur immobilier, tandis que la Daiwa Bank en faisait de même pour Muramoto, un groupe du bâtiment endetté à hauteur de 590 milliards de yens et qui n'apparaissait même pas au rang des mauvais crédateurs un an plus tôt.

De nombreuses interrogations pèsent en conséquence sur l'avenir du SPB (Aoki et Sheard, 1992 ; Aoki, 1994a ; Gerlach, 1991). Force est de convenir que, la fonction de prêteur principal des banques remise en cause — structurellement par la dérégulation et transitoirement par la crise financière — le SBP perd en cohérence et en efficacité. Néanmoins, nous devrions assister à une redéfinition des liens sur lesquels repose le système de la banque principale, plutôt qu'à leur dissolution. Certes, les firmes industrielles et commerciales se tournent vers les maisons de titres et tendent par ailleurs à constituer leurs propres filiales financières. Les banques possèdent toutefois (même sans comportement collusif) un avantage significatif du fait de leur détention de titres dans le capital des entreprises par ailleurs clients. En insistant sur leurs qualités de production d'information, les banques s'efforcent désormais de créer une nouvelle relation dans laquelle leurs clients payent pour des services. Cette évolution reste toutefois en gestation : si la part des revenus ne provenant pas d'intérêts tend à augmenter dans le revenu brut des banques (22 % en moyenne sur la période 1987-1991 contre 17 % sur la période 1982-1986), ce niveau reste en deçà de celui de la plupart des pays de l'OCDE (sur 1987-1991 : 32 % pour les Etats-Unis, 39 % pour la Grande-Bretagne, 33 % pour l'Allemagne).

232

Quoi qu'il en soit, érosion ou dissolution du SBP, un tel contexte pourrait générer de nouvelles modalités de structuration du capital, notamment par l'émergence d'un marché des Fusions-Acquisitions (F&A). Les F&A d'entreprises japonaises étaient peu pratiquées au Japon jusque dans les années quatre-vingt, sauf sur un mode défensif pour aider à la reconversion de certains secteurs industriels lourds. En réponse aux pressions internationales — notamment américaines — visant à faciliter l'accès des non-résidents au marché des titres domestiques, la *Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law* autorise, depuis 1980, l'achat par les étrangers d'un montant substantiel de titres japonais. Les F&A ont néanmoins continué de se développer à un rythme lent. Au-delà des explications culturalistes (le mode spécifique de gestion des ressources humaines à la japonaise constituant un obstacle au succès des managers non japonais), il semble que des barrières à l'entrée implicites, et en particulier le verrouillage par les participations croisées, aient entravé un rattrapage en matière de F&A du Japon par rapport aux grands pays occidentaux.

S'il n'est pas possible à ce stade de présager d'une évolution du marché des F&A qui rapproche le cas japonais des configurations anglo-saxonnes, de nombreuses pressions en œuvre — certains domestiques, d'autres internationales — annoncent un mouvement progressif en direction d'un marché plus actif des prises de participations externes :

- la diversification des modalités de financement, l'affaiblissement du SBP et l'accroissement de la proportion des firmes qui dépendent très peu des prêts bancaires ;
- l'émergence d'une catégorie de firmes dotées d'une politique financière très active ;
- la pression des maisons de titres à la recherche de nouveaux marchés ;
- l'activité accrue des firmes et des banques japonaises en matière de F&A de firmes étrangères qui leur permet de développer un savoir-faire.

Certains estiment même que les F&A pourraient servir dans un avenir proche à rétablir le contrôle exercé par les banques si celles-ci jugent les dividendes versés par les firmes trop faibles (Kester, 1991). Dans ce scénario, les prises de participation étrangères seraient pilotées par les banques et joueraient un rôle catalyseur en mettant le manager devant l'éventualité d'une prise de contrôle extérieure. Une fois le manager écarté, les banques rachèteraient leurs parts aux intervenants étrangers (qui réaliseraient une marge) et reprendraient le contrôle de la firme.

Enfin, les tendances évoquées pèsent également sur le rapport salarial dans la mesure où la relation entre structure financière et contrats d'emploi à long terme est primordiale. Le SBP et les participations croisées exercent en effet une fonction de régulation sociale en assurant les employés quasi-permanents contre des fluctuations trop importantes de leurs revenus. En l'espèce, on observe un accroissement de la mobilité à mi-carrière des salariés des grandes entreprises. Cette mobilité peut répondre à des surenchères salariales (Boyer, 1992) ou correspondre à un licenciement déguisé, le nouvel emploi étant de rang moindre et/ou une firme moins prestigieuse (Aoki, 1994a). Le prolongement de ce mouvement correspondrait à un changement profond dans le rapport salarial japonais, fondé jusqu'à présent sur l'accumulation de capital humain en vue d'un partage des résultats de l'entreprise sur le long terme. La remise en cause du mode de formation des salaires et de l'idéal d'emploi à vie — en supprimant un des freins à l'extension de la dérégulation financière sur un mode anglo-saxon — pourrait en retour entretenir la mutation du modèle japonais de *corporate governance*.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aoki M. : *Information, incentives, and bargaining in the japanese economy*, Cambridge University Press, 1988.
Aoki M. : *The Nature of the Japanese Firm as a Nexus of Employment and Financial*

- Contracts : an Overview, *Journal of the Japanese and International Economies*, 1989, 3, 345-366.
- Aoki M. : Towards an Economic Model of the Japanese Firm, *Journal of Economic Literature*, 1990, 1.
- Aoki M. : The Japanese Firm as a System of Attributes : a Survey and Research Agenda, in Aoki, Dore (ed.), *The Japanese Firm*, Clarendon Press, Oxford, 1994a.
- Aaoki M. : The Contingent Governance of Teams : Analysis of Institutional Complementarity, *International Economic Review*, vol. 35 (3), 1994b.
- Aoki M., Sheard P. : *The Role of the Main Bank in the Corporate Governance Structure in Japan*, Stanford University, 1992.
- Berglöf E. : Capital structure as a mechanism of control, in Aoki M., Gustafsson B. & Williamson O. (ed.), *The firm as a nexus of treaties*, Sage Publications, 1989.
- Boyer R. : « Quel avenir pour le "modèle" japonais ? », *Problèmes économiques*, 2, 267, 1992.
- Caves R., Uesaka M. : *Industrial Organization in Japan*, Brooking Institution, Washington D.C., 1976.
- Chevalier-Farat T. : *Les particularités de l'intermédiation bancaire japonaise*, Working Paper, Paris I, 1992.
- Coriat B. : *Penser à l'envers*, Christian Bourgeois (ed.), 1991.
- Dosi G. : *Finance, Innovation and Industrial Change*, Working Paper, Université de Rome, 1988.
- Garvey G.T., Swan P.L. : The Interaction Between Financial and Employment Contracts : a Formal Model of Japanese Corporate Governance, *Journal of the Japanese and International Economies*, 6, 247-274.
- Geoffron P. : Déréglementation et crise de l'industrie bancaire japonaise. Quelles incidences sur l'organisation financière de la firme J ?, *Revue d'Economie Financière*, 1992, 62.
- Geoffron P., Rubinstein M. : *Le système financier japonais : conséquences industrielles d'une mutation*. Convention de l'étude de l'Observatoire des stratégies industrielles, ministère de l'Industrie, des Postes et Télécommunications et du Commerce Extérieur, 1994.
- Gerlach M. : *Twilight of the Keiretsu ? a Critical Assessment*, University of California, Berkeley, 1991.
- Hoshi, Kashyap, Scharfstein : « Bank monitoring and investment : evidence from the changing structure of japanese corporate banking relationship », in G. Hubbard (ed.), *Asymmetric Information. Corporate Finance and Investment*, University of Chicago Press, 1990.
- Hoshi, Kashyap, Scharfstein : Corporate Structure. Liquidity and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups, *Quarterly Journal of Economics*, 106, 1.
- Hoshi T. : « The Economic Role of Corporate Grouping and the Main Bank System » in Aoki, Dore (ed.), *The Japanese Firm*, Clarendon Press, Oxford, 1994.
- Kester W. : *Japanese takeovers : the global quest for corporate control*, Harvard Business School Press, 1991.

- Nakatani I. : « The economic role of corporate financing group », in Aoki M. (ed.), *Economic analysis of the Japanese firm*, Elsevier, 1984.
- Porter M. : Capital disadvantage : America's failing system, *Harvard Business Review*, septembre-octobre, 65-82, 1992.
- Rivaud-Danset D. : « La relation banque-entreprise : une approche comparée », *Revue d'Economie Financière*, 17, 1991.
- Sheard P. : « Interlocking Shareholdings and Corporate Governance », in Aoki, Dore (ed.), *The Japanese Firm*, Clarendon Press, Oxford, 1994a.
- Sheard P. : Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System, *Journal of the Japanese and International Economies*, 8, 1-21, 1994b.
- Sheard P. : Japanese Corporate Finance and Behaviour : Recent Developments and the Impact of Deregulation, in McEnzie et Stutchbury (ed.), *Japanese Financial Markets and the Role of the Yen*, Allen & Unwin, Sydney, 55-72, 1992.
- Weinstein D., Yafeh Y. : *On the costs of a bank centered financial system : evidence from the changing main bank relation in Japan*, Working Paper, Harvard University, Cambridge, June.
- Weinstein D., Yafeh Y. : *Japan's Corporate Groups : Collusive or Competitive ? An Empirical Investigation of Keiretsu Behavior*, Working Paper, Harvard University, Cambridge, July, 1994b.