

LA TRANSFORMATION DU SYSTÈME FINANCIER ET LA CRISE CONTEMPORAINE :

LE MODE DE RÉGULATION FINANCIÈRE DANS LE CAPITALISME JAPONAIS

NAOKI NABESHIMA *

Le système financier et l'approche dite « de la régulation »

L'approche de la régulation (« regulation approach ») a visé à analyser le mécanisme de l'essor et du déclin du régime d'accumulation des économies capitalistes avancées de l'après-guerre, et a obtenu jusqu'à présent de nombreux résultats. Plusieurs études portant sur l'économie japonaise de l'après-guerre et reposant sur l'approche de la régulation ont récemment vu le jour (voir Yamada, 1994 ; Ebizuka, Isogai et Uemura, 1996). Selon ces études, l'économie japonaise de l'après-guerre est caractérisée par un mode de régulation idiosyncrasique, dit « *company-ism regulation* » ou « *micro-corporatism regulation* », qui est soutenu par une norme de comportement centrée sur l'entreprise. Ces études contribuent à la compréhension systématique du processus de développement et de transformation du capitalisme japonais de l'après-guerre à partir d'une nouvelle perspective. Néanmoins, l'hypothèse de « *company-ism regulation* » comporte encore quelques problèmes à résoudre. En particulier, les analyses du système financier constituent un point faible de la trame théorique de ladite hypothèse. Ce problème provient de la méthode analytique qui accorde aux « relations salariales » une position centrale parmi les diverses formes institutionnelles.

En d'autres termes, l'hypothèse de « *company-ism regulation* » définit avant tout le lien salaire-travail centré sur l'entreprise (« *micro-based wage labor nexus* »), comme la convention d'emploi à vie, le système de promotion et de rémunération à l'ancienneté, et le syndicat d'entreprise, comme des caractéristiques institutionnelles composant le cœur du système économique japonais (voir Coriat, 1991). Elle examine ensuite

37

* Faculté d'économie, Toyama University.

la « compatibilité structurelle » entre ces caractéristiques institutionnelles dans les relations salariales et autres institutions dans les relations interentreprises, entreprise-banque, entreprise-gouvernement qui caractérisent l'économie japonaise. Cependant, il n'y a aucune raison de croire que la dynamique du processus d'accumulation est toujours essentiellement et avant tout régie par la situation des relations salariales. La hiérarchie entre les formes institutionnelles reste inchangée dans le temps. Par contraste avec des périodes antérieures, dans l'actuelle époque post-fordiste le système financier tend à exercer une influence forte, voire même déterminante, sur les relations salariales et autres formes institutionnelles. En conséquence, d'un point de vue méthodologique, nous ne devrions pas accorder aux relations salariales un rôle privilégié en analysant le système économique japonais de l'après-guerre. Il conviendrait davantage de décrire le processus de l'élaboration, du développement et de la transformation du système en insistant sur l'interrelation de formes institutionnelles plurielles et sur la variation de cette interrelation.

Dans la trame théorique de l'approche de la régulation, le système financier est décrit comme l'une des cinq formes institutionnelles composant un régime d'accumulation (voir Boyer, 1986). Mais jusqu'à présent, cette approche n'a pas suffisamment examiné le rôle du système financier dans le développement du régime d'accumulation de l'après-guerre dans les pays capitalistes avancés. Certes, les régulationnistes font preuve de profondes analyses sur la nature de la monnaie, comme en atteste une série d'écrits de Michel Aglietta (voir Aglietta, 1976 ; Aglietta et Orléan, 1982) ; mais ils n'ont pas réussi à rendre compte des influences du rapide développement des déréglementations financières après les années 1980 et de la hausse concomitante de l'instabilité financière sur les fonctions du régime d'accumulation. Jusqu'à présent, les analyses monétaires reposant sur l'approche de la régulation se sont contentées d'indiquer le relâchement de la restriction monétaire dans une économie de monnaie fiduciaire (« credit money economy »), expliquant ainsi l'essor du régime d'accumulation intensive et le développement subséquent d'une inflation élevée¹.

Parce que les économies capitalistes modernes sont des « économies de production monétaire » avec des systèmes financiers hautement développés, nous ne pouvons pas comprendre leur dynamique sans analyser les facteurs monétaires et financiers. Surtout, il est difficile de décrire les conditions économiques depuis la fin des années 1980 sans faire référence aux rôles joués par le système financier. Il est donc urgent, pour les chercheurs qui étudient l'économie japonaise en sui-

1. Sur la trame de l'analyse monétaire et financière dans la théorie de la régulation, et une analyse des économies modernes reposant sur cette approche, voir Guttman (1994) et Inoue (1996), ch.6.

vant l'approche de la régulation, d'expliquer le rôle du système financier dans l'évolution historique du système économique japonais de l'après-guerre. En outre, il est nécessaire d'analyser théoriquement l'interrelation des institutions plurielles qui composent le système économique japonais, comme les relations salariales, le système financier, les relations interentreprises, etc.

Avec le renouveau de l'« économie institutionnelle », divers courants autres que l'école de la régulation développent aussi des trames analytiques qui reconnaissent le rôle important des institutions dans l'activité économique. La « Comparative Institutional Analysis » (CIA-Analyse Institutionnelle Comparative) est l'un d'entre eux (voir Okazaki et Okuno (eds.), 1993 ; Aoki, 1995 ; Aoki et Okuno (eds.), 1996). Selon cette approche, il existe une complémentarité entre les diverses institutions composant un système économique, et cela produit la force du système dans son ensemble. En outre, un système économique a une inertie, et a ainsi une nature de « path dependence » historique, en ce que l'évolution d'un système est définie par les conditions historiques initiales. Bien connues, ces idées avaient aussi été développées auparavant par l'approche de la régulation.

Néanmoins, l'approche CIA n'a pas encore présenté le circuit macroéconomique dans le régime d'accumulation de l'après-guerre. Et elle ne considère pas que les institutions sont formées par la lutte et le compromis entre les groupes sociaux. A l'instar d'Aoki (1994b), qui voit dans un gouvernement un « designer des institutions », l'approche souligne les facteurs d'accidents historiques ou les interventions politiques passées pour expliquer la formation d'un système économique stable. En outre, elle ne présente pas une théorie systématique expliquant la transition d'un système économique stable à un système économique instable. Du point de vue de l'approche CIA, le déclin de la fonction d'un système et la transition vers un nouveau système sont expliqués exclusivement par les changements environnementaux survenus en dehors du système ou par des chocs externes comme des changements environnementaux de l'économie mondiale (voir Aoki et Okuno (eds.), 1996, ch.13). Elle ne retient pas l'idée selon laquelle les facteurs qui provoquent l'altération de la croissance durable et la crise émergent du système, sont endogènes. De ce point de vue, l'approche CIA diffère largement des études s'inscrivant dans la vaste tradition de l'économie politique, y compris l'approche de la régulation.

Cet article tente de caractériser le système financier qui a soutenu le régime d'accumulation dans l'économie japonaise de l'après-guerre, et essaye d'expliquer le rôle du système financier dans la transformation du régime d'accumulation après les années 1970. A cette fin, il utilise principalement la méthode analytique de l'approche de la régulation, tout en recourant aussi aux récents résultats d'études économiques comme l'approche CIA.

Selon l'approche de la régulation, un « compromis institutionnalisé » doit être construit dans la lutte entre les classes sociales et les groupes, et les conflits doivent être atténués afin de réaliser la stabilité d'un système économique et favoriser l'accumulation du capital. Lorsque certains accords sont passés reflétant les relations de pouvoir relatif entre les classes et les groupes concurrents, l'intégration sociale est réalisée pour la première fois. Dans le processus d'élaboration historique d'un système financier, le jeu de conflits entre le capital et la main-d'oeuvre, entre la finance et l'industrie, et entre les institutions financières, remplit aussi un rôle important. Si nous suivons la méthode analytique de l'approche de la régulation, il doit être essentiel de clarifier les effets des conflits entre les classes et les groupes sur le processus de l'élaboration, du développement et de la transformation d'un système financier ².

Cet article approfondit la discussion en utilisant le concept de « complémentarité institutionnelle », se concentrant ainsi sur la relation existant entre certains éléments du système financier. Dans cette perspective, je considère que le système financier japonais de l'après-guerre se compose des trois éléments suivants : les interventions et les régulations des autorités financières ; la structure de financement des entreprises ; la structure de gouvernement des entreprises. J'appelle provisoirement la totalité de ces trois éléments un « mode de régulation financière » ³. Ainsi, ce concept comprend non seulement le système de régulation financière au sens strict, mais également toutes les règles explicites et implicites, conventions, normes, qui donnent au comportement des participants du marché financier un standard fixe. Utilisant cette catégorie clé, cet article a pour objectif d'apporter un éclairage sur l'aspect financier de la « *company-ism regulation* » dans l'économie japonaise de l'après-guerre. Je considère en outre les possibilités de réforme du système financier pour construire un nouveau régime de croissance.

Le mode de régulation financière dans le Japon de l'après-guerre

Généralement, les politiques de protection positives mises en oeuvre par les autorités financières, l'importance du système public d'intermédiation financière, la structure de financement des entreprises

2. Haga (1995) analyse l'effondrement du système japonais de l'après-guerre et la recherche d'un nouveau système, en se concentrant sur la situation des conflits domestiques et internationaux.

3. Dans l'analyse du changement structurel du système financier américain, Wolfson (1994, ch.14) présente le concept de « système de régulation financière ». Le concept comprend non seulement l'organisation de surveillance et de régulation des institutions financières, mais aussi la complète structure institutionnelle du système financier. Cela comprend les divers moyens de financer la demande de crédit, le rôle du gouvernement dans le système financier, la nature des institutions financières, etc. En d'autres termes, un système de régulation financière peut être considéré comme la composante financière d'une structure sociale d'accumulation. Le concept de « mode de régulation financière » dans cet article est pratiquement similaire à celui-ci.

auprès des banques (« bank-based corporate finance structure ») sous la prédominance de la finance indirecte, le système de la banque principale (« main bank system »), etc., sont cités comme des facteurs qui caractérisent le système financier japonais de l'après-guerre. En outre, il existait une complémentarité entre ces éléments formant un mode de régulation financière. Du fait de l'existence de cette complémentarité, ce système financier fonctionnait sans à-coups et était capable de soutenir le régime d'accumulation tiré par l'investissement. Dans cette section, j'examinerai les aspects du mode de régulation financière dans le Japon de l'après-guerre en suivant trois aspects : le système de régulation financière ; la structure de financement des entreprises ; la structure de gouvernement des entreprises. Je montrerai ensuite comment ces éléments se complétaient les uns les autres.

Le système de régulation financière de l'après-guerre

L'article 1 de la « Bank of Japan Law », qui fut établi en 1942 et a survécu jusqu'à la révision de juin 1997, déterminait les missions de la Bank du Japon (BOJ) de la manière suivante. « La Banque du Japon a pour objet la régulation de la monnaie, le contrôle et la facilitation du crédit et de la finance, et le maintien et l'amélioration du système de crédit, conformément à la politique nationale, afin que les activités économiques générales de la nation puissent être convenablement rehaussées ». Cette loi a été écrite au milieu de la Seconde Guerre mondiale pour soutenir la guerre totale de cette époque, suivant l'exemple de la « Reichsbank Law » établie par l'Allemagne Nazi. Parce que plus de cinquante ans ont passé depuis son établissement, on y trouve à présent des expressions discordantes avec les conditions actuelles. Mais nous pouvons interpréter la fin de cette déclaration comme signifiant : « favoriser le développement stable de l'économie japonaise ». Il s'agissait là d'un caractère unique ; dans nul autre pays étranger, « favoriser la croissance économique » n'était cité comme une mission des régulations financières.

41

Pour remplir cette mission, la coordination de l'allocation des fonds par le rationnement du crédit dans le cadre de la politique dite « de taux d'intérêt artificiellement bas » (« artificial low interest policy ») a joué un rôle important⁴. Il est généralement avancé que cette politique appliquée durant la période de haute croissance a réduit les coûts d'investissement pour les entreprises et a donné la priorité aux industries de base comme le fer, l'acier et la construction navale dans l'allocation

4. Du fait de l'existence de la convention de compensation des prêts par les dépôts (buzumi et ryodate) pendant la période de haute croissance, il est dit généralement que les taux de prêt efficaces n'étaient pas aussi bas que les taux d'équilibre. Mais, comme il est montré ci-dessous, les rentes de régulations sont revenues au secteur bancaire et au secteur des entreprises dans ce cas, aussi.

tion de fonds, malgré une demande excessive de fonds. Cette politique a ainsi contribué à la croissance économique de cette époque. Il est parfois affirmé que la fonction de l'intermédiation financière publique, comme les prêts de la *Japan Development Bank*, a joué un rôle important dans l'allocation de fonds⁵. En plus de ces mesures, le marché d'émission des obligations d'entreprise a été soumis à de stricts contrôles, en tant que chaînon de la politique de taux d'intérêt artificiellement bas ; le développement satisfaisant de ce marché a ainsi été entravé. Par conséquent, les entreprises devaient recourir à l'emprunt pour lever des fonds, et l'une des structures caractéristiques du système financier de l'après-guerre, la « prédominance de la finance indirecte », fut ainsi établie.

Il est bien connu, par la classique discussion de McKinnon (1973) et Shaw (1973), que la baisse du taux d'épargne national retarde les activités de production dans la situation qui est appelée « répression financière » (« financial repression »), dans laquelle les taux d'intérêt créditeurs réels deviennent négatifs en période d'inflation élevée. A l'inverse, une série de politiques monétaires dans laquelle un gouvernement contrôle les taux d'intérêt créditeurs nominaux à un faible niveau, mais maintient des taux d'intérêt créditeurs réels positifs, est appelée « restriction financière » (« financial restraint ») ; et elle se distingue de la répression financière. Certains économistes soutiennent que le système de régulation financière japonais de l'après-guerre, qui a réalisé une restriction financière modérée, a contribué à l'amélioration de l'efficacité de l'intermédiation financière et à la croissance économique, et a fortement servi pour l'élaboration du système de la banque principale (Patrick, 1994 ; Aoki et Okuno (eds.), 1996, ch.9).

Eu égard à la première partie de la déclaration de la clause concernant les missions de la BOJ, cette dernière l'interprète à présent comme : « pour favoriser la stabilité de la valeur de la monnaie et pour maintenir des conditions de crédit ordonnées » (Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies, 1996, p.273). A ce titre, la BOJ et d'autres banques centrales accordent une grande attention à la stabilité de la valeur de la monnaie et au maintien de conditions de crédit

5. Il existe peu de preuves montrant que l'activité des institutions financières publiques a encouragé la haute croissance. Par exemple, Horiuchi et Otaki (1987) ont effectué le test de causalité pour vérifier si les prêts de la Japan Development Bank (JDB) ont entraîné des prêts par les institutions financières privées. Par suite, ils ont conclu qu'un tel « effet d'entraînement » (« inducement effect ») était ambigu pour les industries de base au cours de la période de haute croissance. Mais, Horiuchi et Sui (1994) soutiennent que l'activité de production d'information de la JDB peut avoir fonctionné efficacement pour les sociétés prises isolément, bien qu'elle n'ait pas joué un rôle important comme moyen de politique industrielle. Ils disent que les activités de filtrage et de contrôle de la JDB ont un « effet d'information » au sens où l'information produite par la JDB est transmise aux institutions financières privées par certains moyens, et où les prêts octroyés par les institutions financières privées et les investissements en capitaux des entreprises augmentent via l'amélioration de la réputation des entreprises recevant les prêts de la JDB.

ordonnées, ces deux conditions étant inséparables, parce qu'il est clair que le coût social de l'occurrence de l'hyperinflation ou de la banqueroute du système des paiements serait formidable. Par exemple, dans le système bancaire de réserve partielle actuel, si la ruée vers une banque se produisait pour quelque raison, elle pourrait entraîner la banqueroute de l'ensemble du système financier par le biais des relations de crédit et d'endettement existant entre les institutions financières. Par conséquent, les banques centrales prennent diverses mesures pour prévenir l'occurrence d'un tel risque systémique.

Les mesures visant au maintien de la stabilité du système financier sont divisées en « régulation ex ante » et « régulation ex post ». La première stabilise le management des institutions financières par des restrictions sur leur comportement et sur celui d'autres participants dans le marché, et la dernière vise à empêcher que la banqueroute d'institutions financières particulières ne se répande à travers l'ensemble du système financier (voir graphique 1). En outre, la régulation ex ante est divisée en « régulation restreignant la concurrence » (« competition-restrictive regulation ») et en « régulation prudentielle ». La première comprend des régulations sur l'entrée, sur la segmentation, sur les taux d'intérêt, etc. ; et la seconde comprend des régulations sur l'adéquation des fonds propres (« capital adequacy regulation ») et de nombreuses autres régulations sur les bilans (« balance sheet regulation »). La régulation ex post comprend divers filets de sécurité, comme le système d'assurance des dépôts, la fonction de « prêteur en dernier ressort » de la banque centrale (voir Iwata et Horiuchi, 1985 ; Tsutsui, 1992 ; Ikeo, 1993 ; Horiuchi, 1994).

Le système de régulation financière du Japon de l'après-guerre a mis l'accent sur la régulation restreignant la concurrence, pour ce qui est de la régulation ex ante, offrant des filets de sécurité par la régulation ex post. Les autorités de régulation ont limité les nouvelles entrées dans le secteur bancaire, la création d'agences supplémentaires, le développement de nouveaux produits financiers, la fixation des taux d'intérêt créditeurs, etc., par la stricte régulation restreignant la concurrence pour éviter la banqueroute des banques. Par conséquent, la banqueroute des banques s'est seulement produite dans le « système du convoi sous escorte » (« convoy system ») dans lequel les autorités protégeaient fortement les banques et fixaient les taux d'intérêt, afin que la banque la plus inefficace pût survivre. Lorsqu'une banque faisait banqueroute, exceptionnellement, les banques affichant une bonne performance lui fournissaient un prêt de secours ou l'absorbaient à l'initiative des autorités.

Selon l'opinion générale, une importance secondaire seulement était accordée à la régulation prudentielle par rapport à la régulation restreignant la concurrence au cours de la période de l'après-guerre. Cepen-

dant, on ne saurait dire que la régulation prudentielle était totalement inefficace. Certains chercheurs ont soutenu que les recommandations administratives, comme la recommandation sur les coûts courants (« guidance on current costs ») appliquée de 1949 à 1968, ont fonctionné efficacement pour contrôler l'aléa moral des institutions financières (Ueda, 1994 ; Ito, 1995, ch.6). La recommandation vise à contenir le ratio des dépenses courantes aux recettes courantes des institutions financières en dessous d'une norme fixe afin de contrôler les charges des institutions financières. En outre, les recommandations administratives, comme la régulation sur l'adéquation des fonds propres, la régulation sur le ratio prêts-dépôts bancaires et la régulation sur les prêts de montant important, ont été appliquées aux institutions financières, indépendamment de leur efficacité. Les audits conduits par le Ministère des Finances (MOF) et la BOJ ont pu également jouer un rôle important pour contrôler la prise de risque excessive par les institutions financières.

Les structures de financement et de gouvernement des entreprises

La littérature récente classe ordinairement les systèmes financiers des divers pays en systèmes financiers reposant sur les marchés de capitaux (« capital market-based financial systems ») et en systèmes financiers reposant sur les banques (« bank-based financial systems ») en se concentrant sur la structure de la financement des entreprises, et compare ensuite leur efficacité relative. Comme l'indique le Tableau 1, les fonds d'origine interne ont constitué une source importante de levée de fonds pour les sociétés dans de nombreux pays capitalistes avancés durant la totalité de la période de l'après-guerre. Mais le poids des fonds d'origine interne a été relativement faible au Japon. Eu égard aux fonds externes, les États-Unis disposent d'une structure de financement des entreprises par les marchés de capitaux (« capital market-based structure of corporate finance ») caractérisée par le poids important des émissions de titres. Au contraire, le Japon, comme l'Allemagne et la France, disposent d'une structure de financement auprès des banques caractérisée par l'importance du poids des emprunts⁶.

Derrière l'élaboration de tels aspects de la structure de financement des entreprises au Japon, il y avait les conditions macro-économiques de cette époque. Au début de la période de l'après-guerre, le secteur des ménages fournissant des épargnes détenait le bas niveau du stock des actifs, aussi le secteur manquait-il de la capacité à réduire le risque par un investissement diversifié. Simultanément, le niveau des profits non distribués des entreprises était bas malgré une vigoureuse demande d'investissement de capitaux. Par suite, des dépôts sûrs et hautement

6. Sur l'analyse comparative des systèmes financiers en matière de financement des entreprises, voir Noshita.

liquides occupaient l'essentiel des actifs des ménages, et la prédominance de la structure de la finance indirecte a été ainsi établie. Elle liait les épargnes du secteur des ménages aux emprunts du secteur des entreprises à travers les institutions financières. Les strictes régulations sur les émissions obligataires durant la période de haute croissance ont été des facteurs institutionnel et de régulation qui ont entraîné la structure de financement des entreprises par emprunt auprès des banques. Le marché obligataire au Japon ne s'est pas étendu de manière satisfaisante et est resté sous-développé en raison de strictes régulations sur les taux d'intérêt et de la coordination associée des émissions obligataires.

La structure du gouvernement des entreprises dans le système économique japonais de l'après-guerre existe malgré de tels aspects de la structure de financement. Généralement, dans les systèmes économiques de type anglo-américain dans lesquels les entreprises lèvent des fonds par le biais des marchés de capitaux, les managers sont disciplinés par le pouvoir des actionnaires et les rachats hostiles. Mais, dans la structure de financement des entreprises auprès des banques, comme au Japon, les pouvoirs des actionnaires sont extrêmement limités. En outre, les accords de participations croisées entre les entreprises renforcent l'autonomie des managers par rapport aux actionnaires. En conséquence, la banque principale a assumé la fonction de contrôle du management des entreprises au nom des actionnaires. Les managers ont accepté le contrôle de la banque principale en échange d'une autonomie dans leurs entreprises (Teranishi, 1994, pp.78-80).

45

Les recherches existantes indiquent certains faits stylisés concernant la banque principale : la banque principale détient la plus importante part de créances, il existe des participations croisées entre la banque principale et l'entreprise cliente, la relation entre la banque principale et l'entreprise est généralement durable et fixe, la banque principale entretient des relations humaines avec l'entreprise cliente par l'envoi de managers, etc., outre les prêts, la banque principale entretient des relations de transaction totale avec l'entreprise cliente en offrant des services de paiement, en se chargeant des activités de gestion fiduciaire (« trustee business »), etc., la banque principale entreprend des opérations de sauvetage positives lorsque les entreprises clientes se trouvent en situation de détresse financière. Après avoir indiqué ces points, de nombreux travaux ont réalisé des études positives concernant l'existence de ces faits, ou ont examiné théoriquement les fonctions de la banque principale⁷.

Il est populaire d'analyser le système japonais de la banque principale en se concentrant sur sa fonction de production d'information (voir

7. Pour un survol sur discussion relative au système de la banque principale, voir Horiuchi et Sui (1992), Shikano (1994), ch.8, Yabushita (1995), ch.5, etc.

Shoeholtz et Takeda, 1985 ; Horiuchi et Fukuda, 1987 ; Sheard, 1989). Selon cette opinion, la banque principale en tant que producteur d'information filtre et contrôle les conditions du management des entreprises clientes au nom des nombreux fournisseurs de fonds, et assure la fonction de transmission de l'information acquise par sa propre activité aux autres banques. Ce mécanisme permet aux banques dans leur ensemble d'économiser sur les coûts de filtrage (« screening cost ») et de contrôle. En outre, au Japon, une banque principale est à la fois un créancier et un actionnaire stable pour les entreprises. Elle défend les entreprises clientes contre des rachats hostiles, comme un actionnaire stable en temps normal. Lorsque les entreprises se trouvent en situation de détresse financière, la banque principale intervient activement dans le management de l'entreprise au moyen de prêts de secours, d'envoi de managers, de l'élaboration d'un plan de redressement, etc. Il semble qu'au Japon, la banque principale ait ainsi exercé les fonctions de contrôle et de discipline sur les managers des entreprises, à la place du marché pour les rachats (« takeover market »)⁸. Si l'activité de production d'information par la banque principale a réussi à réduire les coûts d'agence dus à l'asymétrie de l'information, comme le soutient cette opinion, elle a pu réduire le coût du capital associé au financement externe et favoriser la croissance tirée par l'investissement au cours de la période de très haute croissance (voir Hoshi, Kashyap et Scharfstein, 1991 ; Ikeno et Hirota, 1992 ; Okazaki et Horiuchi, 1992).

Selon Aoki, Patrick et Sheard (1994), la gamme de rentes appropriée, appelées « rentes de banque principale » (« main bank rents »), doit être garantie pour les banques qui entreprennent des activités de contrôle et de sauvetage appropriées, afin que le système de la banque principale fonctionne efficacement et soit stable. L'une des sources de telles rentes est la relation de transaction totale citée ci-dessus. La banque principale est capable de gagner des revenus de commissions hautement profitables des relations de transaction, comme les « deposit relation », les « bonds trustee transaction », etc, autres que les prêts. Autre source de rentes de banque principale, la protection des institutions financières par les autorités de régulation. A cette époque, il existait des régulations sur les taux d'intérêt qui ont entraîné l'état de « contrainte financière » (« financial constraint »), des régulations sur l'entrée dans les activités bancaires et des restrictions sur les émissions obligataires. Parce que les institutions financières privées jouissaient de rentes de régulation consi-

8. Aoki (1994) souligne que le Japon dispose d'une structure de financement des entreprises dans laquelle le contrôle du management est confié à des managers de l'entreprise même lorsque la situation financière est favorable, la banque principale intervenant en situation de détresse financière. Il appelle une telle structure de gouvernement d'entreprise la « structure de gouvernement contingente » (« contingent governance structure »).

dérables sous ce système, les incitations pour les banques à s'engager dans des activités de contrôle appropriées et à entreprendre des opérations de sauvetage en faveur des entreprises clientes tombées en situation de détresse financière s'en trouvaient limitées. En outre, les institutions financières privées pouvaient fournir des fonds de manière stable, parce qu'elles étaient assurées que le gouvernement et la BOJ viendraient nécessairement à leur rescousse si elles faisaient banqueroute⁹.

Une banque principale a la possibilité de conduire en liquidation des entreprises tombées dans une situation de détresse financière, sans entreprendre d'opérations de sauvetage. Mais, si une banque principale liquide des entreprises fréquemment, sa « réputation » de contrôleur délégué (« delegated monitor ») sera atteinte. Par suite, les déposants transféreront leurs dépôts dans d'autres banques, et les entreprises clientes changeront leur banque principale, en sorte qu'en liquidant la banque principale sera sanctionnée par une diminution de ses rentes. Les autorités de régulation, qui attachent une importance aux problèmes sociaux provoqués par la perte d'emploi, peuvent aussi sanctionner les banques qui liquident des entreprises fréquemment. Si cette sanction est assez importante, les banques principales ne liquideront pas aussi facilement les entreprises tombées en situation de détresse financière. En conséquence, le système de la banque principale a pour bénéfice potentiel de réduire le coût social de la liquidation des entreprises tombées temporairement en situation de détresse financière, mais qui avaient une productivité potentiellement élevée (Aoki, 1994a, pp.129-130).

47

Dans le « système du convoi sous escorte », qui accorde des rentes considérables aux institutions financières, des problèmes d'aléa moral risquent de survenir dans le management de ces dernières. Mais, les autorités de régulation ont contrôlé l'aléa moral des institutions financières au moyen d'audits et de recommandations administratives détaillées, bien qu'elles protégeassent les banques par des régulations restreignant la concurrence et par l'offre de filets de sécurité, comme on l'a dit ci-dessus. En ce sens, on peut dire qu'il existait une complémentarité entre les structures de financement et de gouvernement des entreprises, d'une part, et le système de régulation par les autorités, d'autre part, dans le système financier japonais. En conséquence, le système de la banque principale a pu contribuer au développement économique dans le Japon de l'après-guerre, en permettant d'économiser sur les coûts de contrôle (« monitoring cost ») et en réduisant le coût social consécutif aux faillites d'entreprises.

9. Sur l'existence des rentes de régulation dans le secteur bancaire et l'évaluation du volume, voir Horiuchi (1994), pp.20-1, et Ueda (1994), pp.94-6.

L'efficacité du système de financement auprès des banques

Il est souvent signalé que le système de contrôle des entreprises par la banque principale, tel qu'il existe au Japon, a dû fonctionner plus efficacement que le système anglo-américain dans lequel le management des entreprises était discipliné par le pouvoir des actionnaires et les rachats hostiles. L'« hypothèse du marché efficient » néo-classique, qui soutient que le rachat renforce l'efficacité des entreprises acquises et rapporte un cash flow plus élevé de leurs actifs réels, est aussi remise en cause dans le domaine de la théorie économique. Les post-Keynésiens critiquent cette hypothèse le plus radicalement (voir Crotty et Goldstein, 1993 ; Glickman, 1994 ; Goldstein, 1995).

Les économistes post-keynésiens soulignent l'importance de l'incertitude fondamentale, selon laquelle « le futur est essentiellement inconnaissable ». Les attentes à long terme formées dans de telles circonstances sont extrêmement volatiles par nature. Le futur prédéterminé objectivement n'existe pas, parce que le futur est formé par les décisions des agents économiques concernant le présent et le futur. Ainsi, les prix des actions sont fixés simplement en reflétant les attentes à court terme des agents, l'influence des attentes à long terme sur le prix des actions étant extrêmement limitée. Les fondamentaux ne sont pas déterminés par des conditions physique et technique, mais ils sont une « construction sociale » qui s'élabore et évolue à travers l'interaction des conventions, l'activité du marché, la psychologie des investisseurs et les événements économiques (Goldstein, 1995, p.273). En conséquence, l'opinion traditionnelle, qui soutient que les prix des actions sont déterminés par les fondamentaux à long terme et qu'un marché des capitaux efficient contribue à rehausser l'efficacité des entreprises, est rejetée. Parce que le système qui alloue les fonds par le biais du marché des capitaux est perturbé par un boom spéculatif myope, il ne réalise pas forcément une allocation des fonds socialement efficiente.

En comparant les systèmes anglo-américains de financement par les marchés de capitaux et les systèmes français et japonais de financement auprès des banques, Zysman (1983) utilise la trame théorique « sortie / prise de parole » de Hirshmann. Dans les premiers systèmes, les influences sur les entreprises sont exercées par un mécanisme de « sortie » sous la forme de ventes d'obligations et d'actions. Par contraste, les systèmes de financement auprès des banques présupposent l'exercice d'influences par « prise de parole » sous la forme de la participation des institutions financières et du gouvernement dans le management des entreprises. Tandis que les plans d'investissement et de production sont établis dans une perspective de long terme dans les systèmes de financement auprès des banques, à l'inverse, dans les systèmes de financement par les marchés de capitaux, les managers ont tendance à être sujets à un

jugement myope, et les investissements de R&D et autres investissements productifs basés sur un horizon de long terme sont ineptes (« retarded »).

Elargissant la discussion de Zysman, Pollin (1995) souligne aussi que les systèmes de financement auprès des banques sont supérieurs aux systèmes de financement par les marchés de capitaux, en termes de performance économique. Selon lui, les options de sortie doivent être limitées afin que le mécanisme de prise de parole soit efficace. Mais, le système qui manque d'une option de sortie crédible n'est pas viable. Il soutient que le marché japonais à bifurcation (« bifurcated ») offre un modèle utile sur ce point. La prise de parole y est exercée par le biais des participations croisées au sein du groupement d'entreprises (*Keiretsu*), mais une option de sortie viable est simultanément fournie parce que près de 40% des actifs financiers sont négociés publiquement. En outre, dans les pays disposant d'un système de financement auprès des banques, ces dernières ont fortement tendance à se préoccuper de la stabilité et de la croissance à long terme des entreprises, en raison du lien étroit existant entre la finance et l'industrie. En conséquence, ces pays sont plus disposés à une intervention de l'Etat, comme une politique macro-économique et une stratégie industrielle expansionnistes. Il semble que ce soit l'un des facteurs qui ait entraîné la bonne performance économique des systèmes de financement auprès des banques.

49

Cependant, Pollin souligne que l'exercice de la prise de parole est confiné à un groupe élitiste de capitalistes, de leaders politiques et de bureaucrates de haut niveau, et ce y compris dans les systèmes financiers reposant sur les banques. Par exemple, dans le Japon de l'après-guerre, les débats sur l'allocation du crédit ont été confinés à une forme de corporatisme consistant en diverses fractions de l'élite bureaucratique et des affaires ; et la main-d'oeuvre et les autres groupes populaires se sont trouvés exclus des négociations (Pollin, 1993, pp.341-3). Par conséquent, Pollin soutient qu'il est aussi essentiel de changer un système financier « *elite voice-led* » en un système « *democratic voice-led* » pour parvenir au « *mix* » approprié de sortie et de prise de parole en organisant un système financier efficient.

Le mode de régulation financière et la haute croissance économique de l'après-guerre

Dans le système financier japonais de l'après-guerre, les autorités financières ont maintenu des conditions de crédit ordonnées au moyen d'interventions dans le comportement des institutions financières, en utilisant diverses régulations restreignant la concurrence et recommandations administratives dans le « système du convoi sous escorte ». En outre, les autorités financières ont secouru les institutions financières au

bord de la banqueroute en vertu du principe selon lequel il faut « empêcher les banques de faire faillite » ; elles ont ainsi supporté une importante part de risque. En outre, les autorités ont créé l'état de « restriction financière » (« financial restraint ») modérée par la politique de taux d'intérêt artificiellement bas, et ont ainsi produit des rentes pour le secteur bancaire et le secteur des entreprises. Par ce mécanisme, le système de régulation financière de l'après-guerre a donné aux banques et aux entreprises une incitation pour se comporter de manière appropriée, et a contribué à la stabilité et au développement de l'économie. La stricte régulation sur les émissions d'obligations dans le cadre de cette politique de taux d'intérêt artificiellement bas a été l'une des causes qui a entraîné la structure de financement des entreprises auprès des banques, caractéristique du système financier japonais. En conséquence, les banques principales, les principaux fournisseurs de fonds aux entreprises, en étaient arrivées à assumer la fonction de contrôle de ces entreprises (« corporate monitoring »).

En bref, le mode de régulation financière dans le Japon de l'après-guerre est sans doute caractérisé par la discipline exercée par le système de la banque principale sur le management des entreprises et par la socialisation des risques par le gouvernement et la BOJ. Le système financier régi par ce mode de régulation a rehaussé l'efficacité du management des entreprises en réduisant les coûts d'agence associés à la levée de fonds. Et il a soutenu l'aspect financier du régime d'accumulation tiré par l'investissement en garantissant une offre stable de fonds d'investissement, comprenant des prêts de secours en provenance des institutions financières publiques et privées. En conséquence, on peut dire que le mode de régulation financière de l'après-guerre a très bien convenu au régime d'accumulation au cours de la période de haute croissance.

Il importe de noter que le mode de régulation financière de l'après-guerre a fonctionné de manière à atténuer divers conflits sociaux dans le marché financier. Une entreprise et une banque appartenaient au même groupement d'entreprises, et elles conservaient un lien étroit par le biais des participations croisées. Les entreprises étaient contrôlées par les banques principales en échange d'une offre de fonds stable. Par suite, les entreprises pouvaient s'engager dans de vigoureuses activités d'investissement et améliorer leur efficacité managériale. Dans le même temps, les conflits entre les grandes institutions financières et celles plus petites étaient aussi atténués dans le « système du convoi sous escorte ». Les autorités financières fixaient les taux d'intérêt afin que les petites institutions financières plus faibles pussent survivre, et donnaient la priorité aux institutions financières pour les petites entreprises — « sogo banks », « shikin banks » et « caisses de crédit » — en approuvant l'éta-

blissement d'agences. Cela a permis d'éviter la banqueroute des institutions financières et de réaliser la stabilité du système financier. En outre, les grandes et les petites institutions financières ne se sont pas livrées sérieusement concurrence dans le marché des prêts malgré l'existence de demandes actives de fonds d'investissement.

Il ressort de cette discussion que, dans le mode de régulation financière de l'après-guerre, il existait une complémentarité institutionnelle entre ces trois éléments, une régulation et une intervention actives du MOF et de la BOJ, le système financier reposant sur les banques et le système de contrôle des entreprises par la banque principale (Tableau 2)¹⁰. En premier lieu, la régulation et l'intervention des autorités financières ont exercé une influence sur le second élément en entraînant la structure de financement des entreprises auprès des banques, en limitant le développement du marché d'émission des obligations d'entreprise. En outre, les autorités ont créé des rentes pour le secteur bancaire et le secteur des entreprises au moyen d'une régulation restreignant la concurrence, par l'offre de filets de sécurité, par la politique de taux d'intérêt artificiellement bas, etc. Ces accords de régulation ont soutenu institutionnellement l'élaboration et le développement du système de la banque principale et l'offre stable de fonds dans le cadre de ce système. En outre, les autorités ont contrôlé l'aléa moral des institutions financières, en utilisant des recommandations administratives. Ces facteurs composent les effets du système de régulation sur le troisième élément. L'aspect du second élément, le contrôle des entreprises par la banque principale, présupposait l'existence du système de financement auprès des banques, l'aspect structurel du troisième élément. D'autre part, l'établissement de ce système de contrôle a renforcé le système de financement auprès des banques. Alors, la régulation et l'intervention des autorités ne furent pas discutées et acquièrent une légitimité, aussi longtemps que les structures de financement et de gouvernement des entreprises, qui consistaient en la combinaison du système de la banque principale et du système de financement auprès des banques, fonctionnèrent efficacement et contribuèrent à une haute croissance. De cette manière, le système financier japonais de l'après-guerre a fonctionné sans à-coups, parce que les facteurs institutionnel et structurel qui le composaient ont opéré de manière complémentaire.

En outre, la complémentarité entre les institutions existe non seulement au sein du système financier, mais aussi entre les diverses formes institutionnelles qui composent un système économique, et la stabilité économique d'un système est ainsi atteinte pour la première fois. De manière regrettable, le problème de la complémentarité entre formes

10. La discussion suivante sur ce point doit beaucoup à Teranishi (1993), section 5.

institutionnelles dépassant largement le cadre de cet article, je n'en traiterai donc pas¹¹.

L'origine historique du système financier de l'après-guerre

Selon les études suivant l'approche CIA, les origines des diverses composantes du système économique japonais moderne remontent au système économique planifié du temps de guerre (Okazaki et Okuno, 1993). Ces études soutiennent que le système économique japonais antérieur aux années 1930 était globalement un système d'économie de marché anglo-américain classique. Un système alternatif a pu voir le jour, parce que divers mécanismes qui composaient ce système ont été introduits d'autorité dans les circonstances spéciales de la guerre. L'économie planifiée de guerre, qui consistait dans le « plan de mobilisation des marchandises » (*Busshi Doin Keikaku*) et autres plans économiques préparés par l'Agence de la Planification (*Kikakuin*) pour mobiliser les ressources limitées dans la guerre totale de la Seconde Guerre mondiale, est considérée comme le prototype du système japonais moderne. Après juillet 1937, date du commencement de la guerre contre la Chine, la rapide conversion de l'économie japonaise en économie planifiée de guerre pour mobiliser les ressources vers la production de munitions était tentée. Par la suite, divers mécanismes assurant le contrôle économique formés en temps de guerre ont perduré au cours de la période de l'après-guerre, bien que le motif d'accomplissement de la guerre totale dans le système eût été remplacé par la reconstruction économique.

De même, si l'on considère le système financier, le mécanisme d'allocation des fonds à long terme, dans lequel l'*Industrial Bank of Japan* jouait un rôle central, a été établi, et l'organisation du système de finance indirecte a perduré, afin d'accomplir le système de financement des munitions, durant la période de guerre. Ce mécanisme d'allocation des fonds a perduré dans le système financier de l'après-guerre. Le système de régulation qui permettait aux autorités financières de jouir d'une considérable latitude a été également instauré au cours des années allant de la période de l'entre-deux-guerres à la période de la guerre. En outre, les activités de prêts et d'intermédiation des syndications de prêt (« loan syndications »), qui ont émergé spontanément au cours des années 1930-1940, ont été confiées au comité de régulation du secteur financier (*Zenkoku Kin'yu Tosei-kai*) établi en mai 1942, et sont devenues le prototype du système de la banque principale de l'après-guerre. L'une des

11. Dans la perspective de l'approche de l'analyse institutionnelle comparative, Okuno-Fujiwara (1993) et Osano (1996) analysent la stabilité du système économique japonais, en se concentrant sur la complémentarité entre les diverses institutions qui composent le système économique japonais moderne, comme le système d'emploi à vie, le système de rémunération à l'ancienneté, les participations croisées, le système de la banque principale, etc.

raisons majeures qui ont propulsé l'organisation de syndicats de prêt a été que les banques avaient besoin de diversifier leurs risques en raison de la taille croissante des prêts accordés dans le contexte de rapide réorganisation de la structure industrielle. Bien que l'on puisse trouver une forme embryonnaire du système de la banque principale dans la période de guerre, il est inutile de dire que l'on distingue aussi bien des éléments de continuité et de rupture entre le système de la période de guerre et le système de la période de l'après-guerre (Ueda, 1993 ; Teranishi, 1993).

Plusieurs chercheurs soulignent que, derrière l'élaboration du système d'économie planifiée de guerre et le système de la banque principale qui suivit au Japon, l'on trouvait une tendance idéologique anti-capitaliste mondiale influencée par le marxisme ou le totalitarisme depuis le début des années 1920 (voir Okazaki et Okuno, 1993, pp.3-4 ; Teranishi, 1993, p.93 ; Teranishi, 1994, pp.64-5 ; Ito, 1995, pp.70-4). Non seulement la nature totale de la guerre a exigé la conversion d'un système de marché libre en un système économique dirigé, mais la Grande Dépression, le développement de l'économie soviétique et la rapide industrialisation de l'économie japonaise depuis la Première Guerre mondiale, ont également pu accélérer le rehaussement du mouvement syndical, d'une part, et provoqué la montée du nationalisme qui préconisait le soulagement des communautés rurales et l'anéantissement des *zaibatsu*, les riches conglomérats d'origine familiale, d'autre part, dans la période de l'entre-deux-guerres au Japon. Un groupe de bureaucrates innovateurs (*kakushin-kariryō*), qui se rassemblait à l'Agence de la Planification (*Kikakuin*) vers 1940 et a promu le « Mouvement du Nouveau Système » (« New System Movement » - *Shintaisei Undo*) sous le second ministre Konoe, préconisait également la complète réorganisation de la politique, de l'économie et de la société en s'appuyant sur de puissants sentiments anti-capitalistes. Les conceptions de la « séparation de la propriété et du management », la restriction du pouvoir des actionnaires, et le manque d'égard pour la fonction du marché boursier, que le système de la banque principale pose en prémisses, plongent leur racine dans un tel terreau idéologique.

L'effondrement du mode de régulation financière de l'après-guerre

Avec le passage d'une économie à haute croissance à une économie à faible croissance, la fonction de l'ancien mode de régulation financière commence à décliner. Le développement de la déréglementation financière après les années 1980 facilite le changement dans le comportement des institutions financières, et influence largement la structure de finan-

gement des entreprises. En outre, il est souligné que la fonction de contrôle des entreprises exercé par le système de la banque centrale diminue, du fait de l'émancipation des entreprises par rapport aux banques pour la levée de fonds. Par suite, la complémentarité entre les éléments du mode de régulation financière a disparu, et les conflits divers dans le marché financier se sont accrus. Le capitalisme japonais est à présent contraint de réformer son mode de régulation financière, et pourrait être entré dans une phase de « crise structurelle » par suite de la perte de compatibilité entre le mode de régulation financière et le régime d'accumulation.

Le déclin de l'ancien système de régulation financière

Après la fin des années 1970, le système financier qui avait soutenu durablement la haute croissance commence à décliner. En premier lieu, la fonction du système de régulation financière existant diminue de manière évidente. Le système perd la capacité de se conformer aux changements des circonstances économiques. Les moments décisifs sont l'émission massive d'obligations d'Etat et l'extension de l'internationalisation des transactions financières.

54

Après le milieu des années 1970, les déficits budgétaires augmentent en raison de la diminution des recettes fiscales associée au passage à une économie à plus faible croissance. Ce fait est affirmé par l'expansion des déficits financiers du secteur public (Tableau 3). Le gouvernement émet un volume important d'obligations d'Etat pour compenser ces déficits ; cela encourage aussi le développement de l'important marché secondaire d'obligations d'Etat au Japon. Dans cette situation, si les régulations sur les taux d'intérêt habituelles sont maintenues, alors les investisseurs transformeront leurs dépôts bancaires soumis à des régulations en actifs financiers avec un rendement plus élevé dans le marché des ventes à réméré d'obligations (« repurchase agreement market of bonds » - « Gensaki » market), ou dans le marché des obligations d'Etat à moyen et long terme ; ainsi la part des banques dans l'intermédiation financière chutera inévitablement. C'est ce phénomène qui est appelé généralement la « désintermédiation financière ». Dans ce cas, il est intéressant, y compris pour les banques, de réclamer la déréglementation des taux d'intérêt créditeurs afin de contrer les marchés de titres en expansion. De cette manière, l'émission massive d'obligations d'Etat a nécessairement produit des pressions pour déréglementer les taux d'intérêt créditeurs.

En outre, avec les progrès de l'intégration internationale des marchés financiers, le maintien de strictes régulations dans les marchés nationaux conduit les transactions financières du pays vers l'étranger, entraînant ainsi la désertification (« hollowing out ») des marchés financiers

domestiques. De plus, les pressions exercées sur le Japon par les pays étrangers, en particulier les Etats-Unis, pour obtenir un relâchement de la régulation financière se sont accrues, parce que la position du Japon dans l'économie mondiale s'est améliorée et que les flux de capitaux internationaux ont augmenté. Sous de telles pressions, la marche vers la déréglementation financière fut accélérée largement par le rapport du comité nippo-américain « yen-dollar » publié en mai 1984. Ces conflits internationaux institutionnels ont constitué un second facteur qui facilita la déréglementation des taux d'intérêt¹².

Le relâchement de la régulation sur les taux d'intérêt fut progressivement avancé au cours des années 1980. Les taux d'intérêt sur les dépôts à terme (« time deposit rates ») furent parfaitement libéralisés après juin 1993, et les taux d'intérêt sur les dépôts liquides furent également libéralisés après octobre 1994. De même, eu égard à la régulation sur la segmentation, l'entrée réciproque dans le territoire de l'autre des banques et des maisons de titres, par le système des filiales spécialisées (« business type-based subsidiaries system »), fut autorisée après 1993. En outre, l'émission massive d'obligations d'Etat et la rapide croissance des encours (« outstanding account ») d'obligations d'Etat après 1975 ont favorisé la transformation du marché secondaire d'obligations. Par la suite, les normes d'émission et les diverses mesures de régulation sur l'émission et la négociation des obligations ont été progressivement relâchées et retirées. En conséquence, on peut s'attendre à ce qu'avec le développement de la déréglementation financière, les rentes de banque principale dont les banques jouissaient sous l'ancien système de régulation diminueront par la réduction des marges d'intérêt (« interest margins ») et autres facteurs. En fait, la diminution des rentes réduit la capacité de contrôle des banques principales et l'incitation à entreprendre des opérations de sauvetage en faveur des entreprises clientes. Un nombre accru d'entreprises emprunteuses ont tendance à s'écarter des banques au sein de la déréglementation dans le marché des obligations, ébranlant ainsi la structure de financement des entreprises auprès des banques.

Il est nécessaire de noter que la « charter value » des institutions financières a diminué par suite de la diminution des rentes de banque principale due à la déréglementation financière. La « charter value » signifie la valeur privilégiée, en tant qu'activité agréée, que les institu-

12. L'autre facteur qui a facilité la déréglementation financière sont les récentes rapides innovations dans le domaine des technologies de l'information et des communications. Ces innovations techniques agissent comme un facteur qui active l'innovation financière, comme le développement de nouveaux produits financiers et l'expansion des transactions financières. Mais, les régulations restreignant la concurrence ont pour effet de retarder l'innovation financière, aussi peut-on s'attendre à ce que les coûts sociaux accompagnant cette régulation augmentent rapidement. Sur ce point, voir Horiuchi (1994), et Ikeo (1994a).

tions financières gagnent en continuant leurs activités (voir Ikeo, 1990, ch.5). Le contenu de la « *charter value* » est la somme des actifs incorporels, comme les relations de clientèle de long terme que les banques détiennent, et la valeur actuelle des rentes de régulation. Si la « *charter value* » d'une banque est importante, ladite banque craindra de la perdre, et disposera d'une incitation à éviter une prise de risque excessive ; ce faisant l'aléa moral par la banque sera évité. Mais, la déréglementation financière diminuera la « *charter value* » des institutions financières en réduisant les rentes de régulation. En outre, la poursuite de la « titrisation du financement des entreprises » après le milieu des années 1980 a dissout les relations de transaction de long terme existant entre les banques et les entreprises. C'est aussi l'un des facteurs qui diminue la « *charter value* » (Hiriuchi, 1993, p.33). Cette diminution de la « *charter value* » doit être un facteur qui a provoqué l'extension de la prise de risque par les banques, la rapide augmentation des prêts immobiliers et financiers après la fin des années 1980 et une série d'infractions financières concomitantes. Comme le montre le Tableau 4, l'extension de la prise de risque par les institutions financières s'explique par le fait que la plupart des prêts accrus a été dirigée vers des sociétés immobilières et des sociétés financières non-bancaires à la fin des années 1980. Le relatif affaiblissement de la position des « screening sectors » dans la réorganisation dans les banques totalement favorisé au cours de cette période corrobore la prise de risque positive par les banques elles-mêmes (ibid., p.29).

56

Cela montre que l'ancien système de contrôle des institutions financières et la régulation prudentielle par les autorités de régulation doivent être reconsidérés. Avant la déréglementation, les diverses régulations et recommandations administratives contrôlaient l'aléa moral des institutions financières. Mais la diminution de la « *charter value* » provoquée par la déréglementation a réduit la capacité de l'ancien système à discipliner les institutions financières. En outre, il n'est plus possible aujourd'hui de secourir toute institution financière tombée en banqueroute à l'initiative de l'autorité. Le relâchement des régulations restreignant la concurrence qui suit la déréglementation financière oblige simultanément à établir un nouveau système pour discipliner le management des institutions financières.

L'émancipation des entreprises par rapport aux banques et l'ébranlement du système de la banque principale

Par contraste avec l'expansion des déficits budgétaires du secteur public due au passage à une économie à plus faible croissance, les déficits financiers du secteur des entreprises frappé par la stagnation des investissements de capitaux ont presque pratiquement disparu

(Tableau 3). Partant, le coefficient de capital (« capital ratio ») des grandes entreprises, qui a chuté jusqu'au milieu des années 1970, a commencé à augmenter à partir du début des années 1980. Pourtant, les déficits financiers dans le secteur des entreprises se sont encore aggravés à la fin des années 1980, la phase du boom causé par l'essor des investissements de capitaux. Mais, la dépendance des entreprises envers les prêts bancaires est restée faible dans cette période, parce que les méthodes de financement se sont diversifiées, et que la levée de fonds par l'émission de titres, comme les actions et obligations d'entreprise, a augmenté. En particulier, la floraison du financement via l'émission de titres, comme les obligations convertibles et les obligations à warrant, a facilité largement l'émancipation des entreprises par rapport aux banques (*ginko-banare*). Cette « titrisation du financement des entreprises » a été le résultat de l'avancée progressive de la déréglementation dans les marchés boursiers au cours de la déréglementation et de l'internationalisation financières. La hausse des prix des actions à cette époque a été l'un des facteurs qui a accéléré cette tendance.

Le Tableau 2 montre que l'emprunt constitue une ressource importante de financement externe, aujourd'hui encore. Après le milieu des années 1980, l'émission d'obligations et d'actions par les entreprises augmente régulièrement, mais la dépendance envers l'emprunt ne diminue pas fortement, en partie en raison de marchés boursiers léthargiques par la suite. Néanmoins, si l'on se concentre sur les grandes entreprises seulement, les conditions s'avèrent assez différentes. Le Tableau 3 montre l'évolution de la structure de financement des grandes entreprises avec plus d'un milliard de yens en titres. Après le milieu des années 1980, le poids des fonds d'origine interne augmente fortement. Le poids de l'emprunt diminue remarquablement, et la levée de fonds par l'émission d'actions et d'obligations s'accroît. On peut dire que le système financier reposant sur les banques, qui a distingué la structure de financement des entreprises japonaises, tremble fortement.

Cette émancipation des entreprises par rapport aux banques provoquée par l'accumulation de fonds d'origine interne dans les entreprises et la diversification des méthodes de financement incite à la dissolution des relations de banque principale. Les entreprises sont à présent capables d'investir sans dépendre de l'emprunt. D'autre part, une banque ne peut qu'accepter de financer des projets qu'elle aurait auparavant refusé, si elle veut préserver sa position de banque principale. Par suite, la fonction de discipline exercée par la banque principale sur le management des entreprises diminue ; et l'on peut s'attendre à ce que l'efficacité du management diminuera aussi par le biais de prêts excessifs. Certains chercheurs soulignent que de « légères contraintes de budget », concernant l'utilisation de capitaux, risquent de survenir dans la plupart des

entreprises japonaises par suite du relâchement de la discipline exercée par la banque principale (Ikeo, 1994b ; Sheard, 1994)¹³. Il semble que les investissements excessifs à la fin des années 1980 se soient produits en même temps que l'octroi de prêts excessifs par les banques. Comme y insiste Ikeo, la diminution structurelle de l'efficacité dans les entreprises japonaises est inévitable aussi longtemps qu'un nouveau système de contrôle ne sera pas établi à la place du système de la banque principale.

L'effondrement du mode de régulation financière et la crise contemporaine

Le déclin de l'ancien système de régulation financière a fonctionné comme un facteur qui a sapé le système de la banque principale et la structure de financement des entreprises auprès des banques. L'ébranlement du système de financement auprès des banques a entraîné la diminution de la fonction de contrôle des entreprises exercée par le système de la banque principale. Du coup, l'augmentation de l'instabilité financière due à la diminution des fonctions des banques principales devient un facteur qui oblige à reconsidérer davantage l'ancien système de régulation. Au cours de la déréglementation financière avancée après les années 1980, la complémentarité institutionnelle entre les éléments qui composaient le mode de régulation financière présenté dans le Tableau 2 a disparu. A présent, c'est plutôt la contradiction entre ces éléments qui s'est accrue ; et la capacité du mode de régulation financière existant à soutenir le régime d'accumulation s'est largement affaiblie.

Au sein de la déréglementation financière, le relâchement de la régulation restreignant la concurrence dans le secteur bancaire a provoqué la prise de risque excessive par les banques, par le biais de la diminution de la « *charter value* ». Dans le même temps, la capacité de contrôle de la banque principale a diminué du fait de l'émancipation des entreprises par rapport aux banques en matière de financement. Cette série de phénomènes montre que le mode de régulation financière de l'après-guerre lui-même, qui était caractérisé par la discipline exercée par la banque principale sur le management des entreprises et la socialisation des risques par les autorités publiques, s'est mis à mal fonctionner. Alors que l'ancien mode de régulation financière est sur le point de

13. Selon Hirota et Ikeo (1996), l'émission de dettes par les entreprises a une fonction qui résout les problèmes d'échelle et d'investissement excessifs des entreprises en augmentant la possibilité de faillite et de précoce réorganisation des entreprises. Ils soutiennent que le problème de l'échelle excessive des entreprises a été résolu par un tel « mécanisme de réorganisation des dettes » au Japon, parce que la structure du capital des entreprises japonaises se caractérisait par un coefficient d'endettement élevé, une forte dépendance envers l'emprunt. En outre, ils soulignent que la diversification des méthodes de financement par la libéralisation et l'internationalisation des marchés de capitaux financiers peut affaiblir le mécanisme de réorganisation des dettes.

s'effondrer, un nouveau mode de régulation n'a pas encore été établi. On peut considérer que cette mauvaise coordination dans le système financier a destabilisé l'économie réelle en étendant la prise de risque des banques et des entreprises, et a provoqué un événement anormal, l'expansion et l'éclatement de bulles spéculatives à la fin des années 1980.

De cette manière, la dépression qui commence au début des années 1990 au Japon a un caractère de récession tirée par le secteur financier. Pour reprendre l'expression de Miyaki (1992), « *a new face of recession* », elle est différente des récessions précédentes qui provenaient de l'insuffisance de demande effective. Même si cette dépression elle-même a un caractère cyclique, elle peut être un symptôme qui indique que le capitalisme japonais est déjà tombé dans une situation de « crise structurelle » en raison du mauvais fonctionnement du mode de régulation financière existant. Aucune reprise vigoureuse ne se produit, et la stagnation se poursuit même durant la seconde moitié des années 1990. A l'évidence, il ne suffit pas de relancer l'économie par une simple politique keynésienne de taux d'intérêt bas afin de surmonter cette crise, mais il est nécessaire de créer un nouveau mode de régulation financière remplaçant l'ancien. Il est indispensable de reconsidérer le système de régulation financière lui-même, caractérisé par la restriction de la concurrence et une forte protection des institutions financières. Et il est nécessaire de construire un nouveau système de contrôle des entreprises pour compenser la diminution des fonctions du système de la banque principale.

Au cours de l'effondrement du mode de régulation financière de l'après-guerre, les conflits entre les participants dans le marché financier ont aussi augmenté. Le lien étroit qui avait existé entre les entreprises et les banques s'est relâché en raison de l'émancipation des entreprises par rapport aux banques pour la levée de fonds. Il est à craindre que cela n'altère le problème d'agence qui se produit entre les prêteurs et les emprunteurs par la diminution de la fonction de contrôle de la banque principale. En outre, la relation entre les grandes institutions financières et celles plus petites a aussi changé. Les « *city banks* » et autres grandes institutions financières, qui ont perdu leurs bases de clientèle d'entreprise habituelles, du fait de l'émancipation des entreprises par rapport aux banques, ont élargi leurs prêts en direction d'entreprises plus petites à la recherche de nouvelles opportunités de bénéfices. De ce fait, la concurrence pour les prêts entre les grandes et les petites institutions financières s'est intensifiée. Certaines institutions financières plus petites, qui ont vu diminuer leurs bases de clientèle d'entreprise habituelles, se sont tournées vers des prêts à haut risque et à haut rendement, comme ceux octroyés aux sociétés immobilières et aux sociétés financiè-

res non-bancaires. Par suite de l'éclatement des bulles spéculatives, elles détiennent de nombreuses créances douteuses et sont au bord de la banqueroute. L'instabilité du système financier qui suit l'effondrement de l'ancien mode de régulation financière n'est guère différente du phénomène provoqué par l'intensification des conflits sociaux dans le marché financier ¹⁴.

Vers la création d'un nouveau mode de régulation financière

L'analyse précédente montre qu'il est indispensable de créer un nouveau mode de régulation financière, qui soit cohérent avec le changement de la structure macro-économique, afin de stabiliser le système financier et d'établir un nouveau régime de croissance. Un nouveau mode de régulation financière sera régi par les relations de pouvoir entre les groupes sociaux aussi bien que par les changements de la structure macro-économique. Cette section étudie globalement le futur du mode de régulation financière en transformation.

La réorganisation du mode de régulation financière

Dans les économies capitalistes caractérisées par une imperfection informationnelle inhérente, l'occurrence de problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral ne peut pas être évitée ; ainsi, il est impossible de maintenir l'efficacité du système financier en confiant les activités économiques au marché. Le système de régulation financière de l'après-guerre au Japon a contribué à la haute croissance en créant une chaîne de mécanismes efficaces pour résoudre le problème d'agence qui provenait du comportement des sociétés financières et non-financières. Mais aujourd'hui, l'ancien système de régulation ne constitue qu'une entrave aux activités d'accumulation. En outre, les conditions macro-économiques nécessaires au maintien de ce système ne sont pas présentes. Bien qu'il soit impossible d'aller contre le courant de la déréglementation financière, toutes les régulations et les interventions gouvernementales dans les marchés de capitaux financiers ne sont pas pour autant inutiles. Il est nécessaire de poursuivre le retrait des régulations restreignant la concurrence et d'établir une nouvelle manière de discipliner le manage-

14. Noshita (1995) soutient que le changement de la relation entre les entreprises et les banques a assurément transformé la structure financière japonaise, intensifiant de ce fait la concurrence entre les institutions financières (189-94). Les « city banks » se sont engagées dans le domaine des prêts aux petites entreprises et aux particuliers, ce qu'elles n'avaient pas fait auparavant. En outre, les banques régionales et les « sogo banks », qui ont vu s'éroder leur base de clientèle d'entreprise du fait de l'offensive des prêts des « city banks », se sont non seulement livrées à une concurrence plus féroce avec les « city banks », mais se sont aussi engagées dans le marché du type subordonné d'institutions financières comme les « shinkin banks » et les caisses populaires (« credit unions »). Kitahara (1995) appelle l'intensification de la concurrence entre les institutions financières générée par le comportement des « city banks », le « phénomène de billards » des institutions financières (pp.71-4).

ment des institutions financières. Il existe deux méthodes pour réaliser ce dessein. L'une consiste à utiliser la discipline de marché (« market discipline ») et l'autre à intensifier les régulations prudentielles. Mais ces deux méthodes ne sont pas exclusives l'une de l'autre ; il est donc désirable de parvenir à un équilibre approprié entre elles (Horiuchi, 1994).

La première méthode utilise, plus que d'habitude, la fonction de discipline de marché, tout en réduisant autant que possible les filets de sécurité offerts par les autorités de régulation. Ce faisant, elle vise à contrôler l'aléa moral des institutions financières. De cette manière, les actionnaires et les déposants supportent l'essentiel des risques que prennent les institutions financières. Par exemple, une institution financière que l'on considère prendre des risques excessifs ne peut pas collecter de dépôts, si elle n'augmente pas les taux d'intérêt créditeurs pour correspondre à ses risques. De cette manière, une institution financière qui néglige de maintenir la solidité du contenu des actifs sera sanctionnée par le marché par le biais de la hausse des coûts de financement. Il est donc essentiel de poursuivre la divulgation d'information sur le management des institutions financières lorsque cette méthode est appliquée.

Néanmoins, on peut douter que le management des institutions financières soit discipliné en se reposant simplement sur la discipline de marché. Dans les marchés financiers, les prêteurs supportent différents types de risques, comme le risque de défaillance, le risque de liquidité, le risque de taux d'intérêt, etc. Bien que la minimalisation des risques soit l'un des buts des institutions financières, elle fait concurrence à d'autres buts que sont la réalisation de bénéfices et la maximisation des parts de marché. Si l'information sur le risque est imparfaite, les pressions concurrentielles peuvent pousser les bailleurs de fonds dans des situations de prêt excessif (« overlending ») en raison du « comportement grégaire » (Dymski, 1993, p.106). En particulier, comme Minsky (1986) le soutient, lors d'un boom euphorique, les sociétés non-financières comme les sociétés financières peuvent avoir des attentes optimistes sur le futur dans le monde réel, malgré l'incertitude keynésienne. Dans ce cas, les risques des prêteurs et des emprunteurs sont tous sous-évalués. Parce que le volume des prêts augmente en s'adaptant à l'expansion des investissements, le ratio d'endettement (« leverage ratio ») des entreprises augmentera progressivement. En conséquence, la structure financière des économies capitalistes contient une tendance inhérente à la fragilité¹⁵. Il ne suffit pas de se reposer sur la seule discipline de marché pour réussir à supporter de manière appropriée le risque des institu-

15. Si la pression concurrentielle est importante, les institutions financières sont contraintes à des investissements « cost-reducing », de telle sorte qu'un comportement grégaire peut aussi se produire y compris pendant les périodes de baisse. Dans ce cas, les institutions financières se tourneraient vers des

tions financières ; une surveillance par les autorités de régulation est aussi nécessaire.

Outre la méthode reposant sur la discipline de marché, il existe une autre méthode pour discipliner le management des institutions financières. Elle intensifie les « régulations prudentielles » et les combine convenablement avec les régulations ex post, en favorisant la concurrence entre les institutions financières en retirant les régulations restreignant la concurrence (voir Ikeo, 1990, 1993, 1994a). L'actuelle réorganisation de la régulation financière progresse aussi largement en suivant cette méthode. Par exemple, « l'accord de Bâle » introduit en 1989 reflète cette tendance. Cependant, le retrait des régulations restreignant la concurrence, la conservation des divers filets de sécurité, comme les prêts de la banque centrale et le système d'assurance des dépôts, peuvent probablement provoquer l'aléa moral des institutions financières. Par conséquent, l'offre de filets de sécurité doit être combinée avec des contre-mesures pour pallier cet aléa moral. Une mesure bien connue pour ce dessein est le « *variable deposits insurance system* », qui augmente les taux d'assurance des dépôts selon le degré de risque de la composition des actifs des institutions financières. En outre, mesure similaire, le « *risk asset ratio system* » augmente les critères d'adéquation des fonds propres dans la régulation sur l'adéquation des fonds propres selon le niveau de risque que supportent les institutions financières. En fait, ce système qui se compose de cinq étapes est adopté dans l'accord de Bâle.

De plus, certains économistes soutiennent que les mesures dites « Prompt Corrective Action » vont accroître leur importance pour prévenir l'occurrence d'aléa moral. Au Japon, par exemple, Ikeo (1993, 1994a) se prononce pour leur introduction. Selon lui, on peut s'attendre à ce que de nombreuses institutions financières fassent banqueroute en raison de l'intensification de la concurrence après le relâchement des régulations restreignant la concurrence, bien que la banqueroute d'institutions financières se soit produite seulement exceptionnellement dans le « système du convoi sous escorte ». Si l'expansion de la valeur nette négative d'une institution financière en faillite persiste, alors les autorités publiques seront contraintes d'injecter des fonds fiscaux de manière presque infinie afin d'exécuter la garantie du gouvernement sur le remboursement des dépôts, tôt ou tard. Il est donc désirable de prendre une mesure pour fermer assez tôt une institution financière avec une valeur nette négative. En outre, les autorités de régulation doivent disposer d'une information précise sur les conditions du management des institutions financières, afin que la régulation sur l'adéquation des

activités spéculatives comme les prêts à haut risque et haut rendement et les fusions et acquisitions ; ce faisant, le système financier serait encore plus instable. Il semble que ce soit la situation qui se soit produite aux Etats-Unis dans les années 1980. Pour plus de détails, voir Crotty (1993) et Goldstein (1995).

fonds propres et les mesures dites « Prompt Corrective Action » fonctionnent efficacement. Une plus grande expansion du système d'audit par le MOF et la BOJ est donc indispensable.

Plutôt que de se demander si la déréglementation financière est une bonne chose ou non, la véritable question est de savoir quelle réorganisation du système de régulation financière est désirable. Il est certain que la régulation publique va encore jouer un rôle important pour préserver la stabilité du système financier. A présent, la déréglementation et la rérégulation se croisent de manière compliquée ; aussi la question est de savoir quelle réforme du contenu des régulations est nécessaire.

Les possibilités pour une « socialisation de l'investissement »

A la fin des années 1980, l'ancien mode de régulation financière a commencé à mal fonctionner, et les banques et les entreprises ont étendu leur prise de risque, provoquant ainsi une méfiance accrue vis-à-vis du monde de la finance (« the running away of finance »). Il ne convient ni de défendre l'ancien système de régulation, ni de confier les activités économiques au marché en retirant toutes les régulations. Il est nécessaire de construire un nouveau système financier qui soit compatible avec les changements structurels de la macro-économie et capable de réaliser une allocation des crédits efficace et équitable.

De ce point de vue, les économistes radicaux américains préconisent « des politiques publiques d'allocation des crédits » reposant sur une planification économique démocratique (Dymski, Epstein et Pollin (eds), 1993)¹⁶. Ils citent la démocratisation de la banque centrale, la surveillance et la régulation des institutions financières au moyen de prises en pension (« discount window »), l'investissement public en direction des institutions financières en difficulté, etc., comme des mesures originales, sans compter l'intensification de la régulation prudentielle ou le nivellement du terrain de jeu pour tous les intermédiaires financiers. Ces mesures visent à contrôler socialement les principales activités financières et d'investissement, en permettant une considérable liberté de prise de décision pour les sociétés financières et les sociétés non-financières. Par contraste avec l'ancien système de régulation, ces propositions tentent de socialiser non seulement les coûts des erreurs, mais aussi les bénéfices et la prise de décision des activités d'investissement (Pollin et Dymski, 1994, p.387). On peut dire que de telles propositions visent à mettre en oeuvre, de manière moderne, la « socialisation de l'investissement » que Keynes préconisait dans sa *Théorie Générale*¹⁷.

16. Nabeshima (1995) étudie l'analyse financière des économistes radicaux américains et les politiques publiques d'allocation des crédits qu'ils proposent.

17. J.M. Keynes écrivait dans le chapitre de conclusion de la *Théorie Générale* : « Je conçois... qu'une quelconque complète socialisation de l'investissement s'avèrera le seul moyen de garantir une approximation du plein emploi » (Keynes, 1936, p.378). Pour une discussion de Keynes sur la socialisation de l'investissement, voir Nabeshima (1993).

Pollin (1995) considère que les politiques d'allocation du crédit constituent une mesure importante pour convertir les systèmes « *elite-voice* » dans les systèmes financiers reposant sur les banques, en systèmes « *democratic-voice* ».

A présent, l'instabilité des systèmes financiers et la détérioration de la performance macro-économique sont des phénomènes observables dans de nombreux pays dans le monde. Dans ces circonstances, il n'y a pas d'autre solution que de reconstruire des systèmes financiers qui allouent les fonds de manière à favoriser l'investissement productif, et d'établir un mécanisme pour discipliner convenablement le comportement des sociétés financières et des sociétés non-financières, afin de préserver la stabilité des systèmes financiers et réaliser la croissance économique. Dans ce cas, il est nécessaire de créer un mécanisme pour diriger les activités des sociétés financières et des sociétés non-financières de manière à les conformer aux divers objectifs sociaux au moyen de régulations publiques (Wolfson, 1993). La recherche de la voie vers une socialisation moderne des investissements s'impose à nous comme une tâche inévitable. Le mérite de l'argument des économistes radicaux américains est de rendre ce fait parfaitement clair. En outre, il est essentiel d'établir la responsabilité publique (« *public accountability* ») des régulations financières et des politiques monétaires, afin que les besoins fondamentaux des travailleurs, des consommateurs et des collectivités locales soient reflétés dans l'allocation des crédits. La résolution de ce problème n'est jamais sans rapport avec la recherche d'un moyen d'échapper à une société centrée sur l'entreprise (« *companyism* » *society*) au Japon¹⁸.

Néanmoins, plusieurs aspects des propositions de politique avancées par les économistes radicaux américains ne conviennent pas aux circonstances japonaises, en partie parce qu'ils présupposent les conditions actuelles de l'économie américaine. En outre, ils semblent surestimer l'importance du système financier japonais, bien qu'ils mentionnent souvent l'expérience du Japon de l'après-guerre comme un exemple du succès des politiques publiques d'allocation du crédit. Par exemple, Pollin (1993) déclare qu'il existait des mécanismes de base, comme le système d'épargne postale, le crédit garanti par les prêts de la banque centrale, le « *Fiscal Investment and Loan Program* », etc., pour mobiliser l'épargne privée dans les projets d'investissement à long terme dans le Japon de l'après-guerre. Il soutient en outre que l'utilisation extensive de politiques d'allocation du crédit aussi vastes signifiait que le MITI, la

18. Les économistes radicaux américains préconisent la promotion de la démocratie locale par l'expansion du *Community Reinvestment Act* établi en 1977. Au Japon, citant l'exemple du *Community Reinvestment Act*, Yamaguchi et Konishi (1994, ch. 4) en appellent à une conversion de la « *régulation bureaucratique* » par les autorités financières en « *régulation civile* » reposant sur la participation des résidents locaux.

BOJ et autres agences gouvernementales jouaient le rôle de planificateur central *de facto*, bien que le Japon n'eût aucun système formel de planification. De fait, le système financier japonais qui est caractérisé par l'importante part d'intermédiation financière publique est communément appelé « socialisme financier », quoique dans un sens négatif, y compris au Japon.

Mais, il semble difficile d'exécuter les propositions des économistes radicaux américains dans le Japon actuel et aux Etats-Unis, en raison des récents changements survenus dans les structures économique et financière. En premier lieu, considérons la proposition visant à contrôler le comportement des banques par la création de réserves via des prises en pension (« discount window »). Certes, la part des prêts et des escomptes dans les encours de crédit de la BOJ a dépassé 50%, et les prêts de la BOJ ont joué le rôle de principal moyen d'octroi de crédits par la BOJ jusqu'à la fin des années 1960 (voir Teranishi, 1982, ch.10). Mais l'état dit de « prêt excessif » (« overloan »), dans lequel les banques ont chroniquement octroyé davantage de prêts qu'elles ne recevaient de dépôts ou ne disposaient de fonds propres, et dans lequel elles se reposaient sur les emprunts auprès de la BOJ, a disparu, parce que les déficits financiers dans le secteur des activités d'entreprise ont diminué de manière importante, et que les méthodes de financement pour les entreprises se sont ensuite diversifiées. Il est à présent difficile pour la BOJ de contrôler les activités de prêt des institutions financières privées via des prises en pension (« discount window »).

65

En outre, eu égard au système public d'intermédiation financière dans lequel le « Fiscal Investment and Loan Program » joue un rôle clé, de nombreuses personnes soulignent fréquemment les maux du système au cours des dernières années au Japon. La raison principale pour laquelle ils critiquent les conditions actuelles du système est l'oppression exercée par les activités publiques sur les activités privées. Après les années 1980, la concurrence entre les institutions financières publiques et celles privées s'intensifie à la fois en matière de financement et de prêt. En outre, dans le système actuel, le volume des prêts est automatiquement déterminé par le volume des fonds collectés par l'épargne postale. En conséquence, la relation organique entre le financement et le prêt fait défaut. Il importerait de définir l'échelle appropriée et de garantir l'efficacité du système, même si l'importance des intermédiaires financiers publics est reconnue du point de vue des politiques industrielles et sociales, comme l'expansion des infrastructures sociales, la promotion des petites entreprises, de l'agriculture et des collectivités locales, la facilitation de la construction de logement, et même si leurs fonctions continueront d'être utilisées par la suite.

Les propositions de politique des économistes radicaux américains

n'ont pas été encore suffisamment élaborées ; de nombreux problèmes demeurent quant à leur efficacité et à leur faisabilité. En particulier, nous devons noter que le problème d'agence peut se produire non seulement dans le secteur économique privé, mais aussi dans le processus de la planification et de la mise en oeuvre des politiques d'Etat. Jusqu'à présent, les économistes radicaux ont essentiellement insisté sur l'inefficacité née des problèmes d'agence dans le secteur privé. Leur approche avait tendance à se prononcer pour la résolution de ces problèmes par des interventions actives de l'Etat. L'analyse du processus d'élaboration de politique a été confiée à l'analyse de classe de l'Etat. Cependant, le problème d'agence peut aussi se produire dans le processus d'élaboration de politique, comme dans le cas des transactions de marché, parce que le public et les managers d'Etat sont placés en position de principal et d'agent respectivement, et il est leur très difficile de souscrire un contrat complet. En conséquence, il est nécessaire de construire un système économique et politique incitatif, afin de tirer un effort approprié des bureaucrates¹⁹.

Il est nécessaire et urgent, pour ceux qui critiquent l'approche de politique néo-conservatrice et visent à la construction d'un système économique démocratique, de présenter la vision d'un système de régulation financière alternatif, qui puisse résoudre le problème d'agence dans le marché financier et l'Etat.

66

Les changements structurels dans le financement et le gouvernement des entreprises

L'une des raisons pour lesquelles les entreprises japonaises et le système économique japonais ont maintenu une haute efficacité a été que la fonction de discipline exercée par la banque principale sur les managers a fonctionné efficacement. Mais l'érosion de la structure de financement des entreprises auprès des banques, qui a été la base d'un tel mécanisme, progresse de manière évidente. Il semble donc difficile, à tout le moins dans les économies capitalistes avancées d'aujourd'hui, d'envisager la réforme des systèmes financiers présupposant la structure de financement des entreprises auprès des banques, comme le font certains économistes radicaux. Avec l'affaiblissement de la fonction de discipline du management des entreprises par la banque principale dû au déclin de la structure de financement des entreprises auprès des banques, comment la structure de gouvernement des entreprises évo-

19. Epstein et Gintis (1995) présentent une « dual agency approach to state and market » comme instrument théorique pour chercher une nouvelle direction de politiques économiques progressistes, tirant les leçons des expériences historiques de l'échec de l'ancien modèle de socialisme d'Etat de type soviétique et du modèle de type social démocrate de l'Europe du Nord. Cette approche reconnaît les problèmes d'agence non seulement dans l'économie privée, mais aussi dans l'économie d'Etat, et accorde davantage d'attention au problème du caractère incitatif des instruments de politique.

luera-t-elle au Japon ? Nous pouvons anticiper deux possibilités sur ce problème à présent.

La première possibilité est que le système de la banque principale jouera un rôle important dans le système financier japonais en s'adaptant à un nouvel environnement de marché. M. Aoki et d'autres illustrent cette prévision (Aoki, 1994a ; Patrick, 1994). La dissolution des participations croisées n'a pas encore progressé de manière importante (Tableau 5), bien que les participations croisées entre les entreprises, entre les entreprises et les banques aient tendance à se dissoudre progressivement, de même que l'émancipation des entreprises par rapport aux banques se poursuit après les années 1980. Pour cette raison, le marché pour le contrôle des entreprises (« market for corporate control ») ne s'est pas développé suffisamment. Et aucun mécanisme de discipline du management des entreprises, susceptible de remplacer le système de la banque principale, n'a encore émergé. En outre, le système de la banque principale entretient une relation complémentaire avec les autres institutions composant le système économique japonais, comme le système d'emploi à vie et les conventions de participations croisées. Si la conversion à un système financier reposant sur les marchés de capitaux est planifiée tandis que les autres institutions sont laissées en l'état, alors la stabilité du système économique risque d'être largement mise en péril. Dans cette perspective, on peut dire que l'approche du « big bang », qui vise à une rapide conversion en une structure de gouvernement des entreprises de type anglo-américain reposant sur des rachats hostiles, n'est ni efficace ni faisable.

Selon Aoki (1994a), le système financier japonais actuel n'est pas dans la phase de la transition vers un système de financement par les marchés de capitaux, mais dans la phase de la réforme du système de financement auprès des banques. Il soutient que les banques japonaises adapteront leur capacité de contrôle à l'environnement du marché et se transformeront en un système de banque universelle reposant davantage, pour ses revenus, sur les commissions pour les services bancaires d'investissement spécialisés que sur les rentes de régulation. La banque principale pourrait alors toujours conserver sa capacité de contrôle, même si la titrisation du financement des entreprises se poursuivait. Aoki, Patrick et Sheard (1994) se concentrent sur la transformation du système de la banque principale après 1975 et appellent le système de la banque principale depuis lors le système de la banque principale encastéré dans le marché (« market-embedded ») (ibid., p.47).

Néanmoins, si les participations croisées se dissolvent de manière importante, la liquidité du marché financier augmentera, et un marché actif pour le contrôle des entreprises émergera alors également au Japon. Dans ce cas, nous pouvons supposer la seconde possibilité selon

laquelle les marchés de capitaux assumeront la fonction de discipline du management des entreprises à la place de la banque principale. L'une des causes de la dégradation progressive des participations croisées est l'importante diminution des rendements sur les investissements financiers, en raison de prix des actions léthargiques après l'éclatement de la bulle. L'effondrement des participations croisées (*mochiai-kuzure*) s'est ainsi produit, qui a vu les entreprises vendre les actions des banques, et les banques vendre les actions des entreprises. Mais, de manière plus fondamentale, les mérites des participations croisées diminuent en raison de l'environnement changeant entourant les entreprises. Les entreprises japonaises ont jusqu'à présent préservé des relations de transaction négociées de long, eu égard au partage des risques ou à la réduction des coûts de transaction. Mais elles sont forcées de se restructurer en raison de coûts croissants, et vont perdre leur marge de manoeuvre en matière de partage des risques. Pour cette raison, les torts des habituelles relations de long terme et fixes augmentent à présent. Le relâchement des liens existant entre les entreprises s'accroît, l'importance des participations croisées diminue nécessairement (Okumura, 1995, pp.235-7 ; Agence de la Planification économique, 1996, pp.174-6).

Comme on l'a dit plus haut, il existe une complémentarité entre certaines institutions comme les participations croisées, le système de la banque principale et le système d'emploi à vie. Si les participations croisées se dissolvent, cela ne sape pas seulement le système de la banque principale, mais cela entraîne aussi la situation d'effondrement progressif du système économique japonais actuel. Nul ne peut complètement nier cette possibilité. En particulier, cette possibilité doit augmenter, si la fonction des banques principales diminue largement du fait de l'émancipation des entreprises par rapport aux banques, ou si le type habituel de relations salariales japonais décline en raison de la dissolution du système d'emploi à vie et de la diminution de la densité syndicale.

Dans ce cas, on peut s'attendre à ce que le système économique japonais s'approche presque du système d'économie de marché anglo-américain tel que le suppose l'économie néo-classique. La discipline exercée par le marché financier fonctionnera comme le mécanisme de discipline sur le management des entreprises en lieu et place du contrôle exercé par les banques principales. Mais les plans de production et d'investissement des managers ont tendance à être myope dans les systèmes financiers reposant sur le marché des capitaux. En outre, il n'est pas nécessairement garanti que le marché des capitaux alloue efficacement les crédits, parce que la fonction du marché des capitaux est perturbée par les activités spéculatives. Le marché des capitaux n'est jamais un marché efficient ; au contraire, il contient une instabilité

inhérente. L'efficacité des entreprises japonaises diminuera inévitablement, si elles doivent être disciplinées par le marché des capitaux.

Okumura (1991) soutient que les vagues de fusion frappant l'économie américaine après les années 1980 montrent que les gigantesques sociétés par actions elles-mêmes sont attaquées par une « maladie mortelle » (« disease to death ») (ibid., ch.6). Selon lui, l'époque du fordisme, dans laquelle les entreprises peuvent poursuivre des « économies d'échelle » et des « économies de champ » est révolue ; le système des sociétés par actions est à présent reconsidéré dans son histoire de quatre siècles. Il est nécessaire de dessiner une nouvelle image de l'entreprise pour remplacer la société par actions. Ainsi, dans le changement de la structure financière des entreprises, le maintien de l'efficacité des entreprises japonaises dépendra de l'établissement d'un efficace mécanisme de discipline pour le management des entreprises. Des efforts sont nécessaires pour trouver une nouvelle image d'entreprise, comme le soutient Okumura ²⁰.

Le mode de régulation financière de l'après-guerre a fonctionné efficacement par l'existence de la complémentarité institutionnelle entre l'intervention et la régulation des autorités financières, le système de financement des entreprises auprès des banques, et le système de contrôle des entreprises par la banque principale. L'existence de cette complémentarité a soutenu l'aspect monétaire du régime d'accumulation durant la période de haute croissance. Mais, le mode de régulation financière de l'après-guerre a cessé d'être compatible avec le régime d'accumulation par suite de la disparition de la complémentarité institutionnelle au sein du système financier, dans le passage à une économie à haute croissance. Il semble que le capitalisme japonais va maintenant entrer dans la phase de « crise structurelle ».

Comme y insistent les recherches reposant sur l'approche de la régulation, les relations salariales ont joué un rôle clé entre les formes institutionnelles durant la période de haute croissance. Mais, il est à présent fort vraisemblable que le système financier régira plutôt la configuration d'autres formes institutionnelles et dynamiques macro-économiques comme on l'a vu dans le processus d'accentuation de

20. Okuma (1991, ch.6) exprime une image de l'entreprise après l'effondrement du système d'entreprise gigantesque avec le terme d'« entreprise à visage humain ». Il classe les formes de propriété d'entreprise en quatre types, de la manière suivante : (i) la « propriété individuelle privée » observée dans les sociétés par action au dix-neuvième siècle, (ii) la « propriété d'entreprise privée » typique des gigantesques sociétés par actions japonaises, (iii) la « propriété d'entreprise sociale » des anciens pays socialistes, (iv) la « propriété individuelle sociale » dans laquelle la société est détenue à la fois individuellement et socialement. Ensuite, il dit qu'il chercherait pour la dernière forme de propriété, i.e. « social individual ownership », comme une image de l'entreprise du vingt-et-unième siècle.

l'instabilité financière depuis le début des années 1990. Il est nécessaire que nous établissions un nouveau mode de régulation financière qui se conforme aux changements de la structure macro-économique, afin de coordonner les conflits et de favoriser la stabilité du système financier et la croissance économique. Sous ce mode de régulation, le système de régulation financière doit reposer sur le système économique et politique capable de résoudre le problème d'agence dans l'Etat et le marché. En outre, la tâche la plus importante consiste à établir un nouveau système de contrôle des entreprises qui remplace le système de la banque principale par la création d'un nouveau mode de régulation financière, parce que la structure de financement des entreprises auprès des banques est en déclin. La réorganisation du système financier détermine la clé de la reconstruction d'un nouveau régime de croissance.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

70

A. Ouvrages en anglais et en français

- Aglietta, M. (1976), *Régulation et crises du capitalisme : L'expérience des Etats-Unis*, Paris, Calmann-Lévy.
- Aglietta, M., et Orléan, A. (1982), *La violence de la monnaie*, Paris, PUF.
- Aoki, M. (1994), « Monitoring Characteristics of the Main bank System : An Analytical and Developmental View », in Aoki, M. et Patrick, H., (eds.) (1994).
- Aoki, M. (1994b), « The Japanese Firm as a System of Attributes : A Survey and Research Agenda », in Aoki, M. et Dire, R., (eds.), *The Japanese Firm : Sources of Competitive Strength*, Oxford, Oxford University Press.
- Aoki, M., et Patrick, H. (eds.), *The Japanese Main bank System : The Relevance for Developing and transforming Economies*, Oxford, Oxford University Press.
- Aoki, M., Patrick, H., et Sheard, P. (1994), « The Japanese Main Bank System : An Introductory Overview », in Aoki, M. et Patrick, H. (eds.) (1994).
- Boyer, R. (1986), *La théorie de la régulation : une analyse critique*, Paris, La découverte.
- Coriat, B. (1991), *Penser à l'envers : Travail et organisation dans l'entreprise japonaise*, Paris, Christian Bourgois.
- Crotty, J.R. (1993), « Rethinking Marxian Investment Theory : Keynes-Minsky Instability, Competitive Regime Shift and Coerced Investment », *Review of Radical Political Economics*, vol.25, N°1.
- Crotty, J.R. et Goldstein, D. (1993), « Do U.S. Financial Markets Allocate Credit Efficiently ? The Case of Corporate Restructuring in the 1980s », in Dimsky, G.A., Epstein, G. et Pollin, R. (eds.) (1993).
- Dymski, G.A. (1993), « How to Rebuild the U.S. Financial Structure : Level the

- Playing Field and Renew The Social Contract », in Dymnski, G.A., Epstein, G., et Pollin, R., (eds.) (1993).
- Dymnski, G.A., Epstein, G. et Pollin, R. (eds.) (1993), *Transforming the U.S. Financial System : Equity and Efficiency for the 21st Century*, Armonk, New York : M.E. Sharpe.
- Epstein, G.A. et Gintis, H.M. (1995), « Macroeconomic Policy after the Conservative Era : A Dual Agency Approach to State and Market », in Epstein, G.A. et Gintis, H.M., *Macroeconomic Policy after the Conservative Era : Studies in Investment, Saving and Finance*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Glickman, M. (1994), « The Concept of Information, Intractable Uncertainty, and the Current State of the « Efficient markets » Theory : A Post Keynesian View », *Journal of Post Keynesian Economics*, vol.16, N°3.
- Goldstein, D. (1995), « Uncertainty, Competition, and Speculative Finance in the Eighties », *Journal of Economic Issues*, vol.29, N°3.
- Guttman, R. (1994), « Money in Regulation Theory », *La lettre de la régulation*, n°10.
- Hirshman, A.O. (1970), *Exit, Voice, and Loyalty : Response to Decline in Firms* », Cambridge, Harvard University Press.
- Hoschi, T., Kashyap, A. et Scharfstein, D. (1991), « Corporate Structure, Liquidity and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups », *Quarterly Journal of Economics*, vol.106, N°1.
- McKinnon, R.L., *Money and Capital in Economic Development*, Washington DC : Brookings Institution.
- Minsky, H.P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press.
- Patrick, H. (1994), « The Relevance of Japanese Finance and its Main Bank System », in Aoki, M. et Patrick, H. (eds.) (1994).
- Pollin, R. (1993), « Public Credit Allocation through the Federal Reserve : Why It Is Needed ; How it Should Be Done ? », in Dymnski, G.A., Epstein, G. et Pollin, R. (eds.) (1993).
- Pollin, R., « Financial Structure and Egalitarian Economic Policy », *New Left Review*, N°124.
- Pollin, R., et Dymnski, G. (1994), « The Costs and Benefits of Financial Instability : Big Government Capitalism and the Minsky Paradox », in Dymnski, G. et Pollin, R., (eds), *New Perspectives in Monetary Economics : Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial Developing in Economic Development*, New York, Oxford University Press.
- Sheard, P. (1989), « The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.11, N°3.
- Sheard, P. (1994), « Main Banks and the Governance of Financial Distress », in Aoki, M. et Patrick, H. (eds.) (1994).
- Teranishi, J. (1994), « Loan Syndication in War-Time Japan and the Origins of the Main Bank System », in Aoki, M. et Patrick, H. (eds.) (1994).
- Ueda, K. (1994), « Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System », in Aoki, M. et Patrick, H. (1994).
- Wolfson, M.H. (1993), « The Evolution of the Financial System and the Possibilities for Reform », in Dymnski, G.A., Epstein, G. et Pollin, R. (eds.) (1993).

Wolfson, M.H. (1994), *Financial Crisis : Understanding the Postwar U.S. Experience*, 2nd édition, New York, M.E. Sharpe.

B. Ouvrages en japonais

- Aoki, M. (1995), *Keizai Shisutemu no Shinka to Tagensei : Hikaku Seido Bunseki Josetsu* (The Evolution and Plurality of Economic System : Prelude to Comparative Institutional Analysis), Tokyo, Toyo Keizai Shimposha.
- Aoki, M. et Okuno, M. (eds.) (1996), *Keizai Shisutemu no Hikaku Seido Bunseki* (Comparative Institutional Analysis: A New Approach to Economic Systems), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Aoki, T. (ed.) (1995), *Kin'yu Zeijakusei to Fuanteisei : Baburu no Kin'yu Dainamizumu* (Financial Fragility and Instability : Financial Dynamism of the Bubble), Tokyo, Nihon Keizai Hyoronsha.
- Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies (1995), *Wagakuni no Kin'yu Seido* (The Japanese Financial System), Tokyo, Nihon Shin'yo Chosa.
- Ebizuka, A., Isogai, A. et Uemura, H. (1996), « Sengo Nihon Keizai e no Regyurashion Apurochi : 'Kaisoteki Kigyo-Sijo Nekusasu' Ron (1) (2) », (A Régulation Approach to the Post-War Japanese Economy : The Hypothesis of the 'Hierarchical Market-Firm Nexus' (1) (2) », *Keizagaku Zasshi* (Osaka City University), vol.96, N°5-6, et vol.97, N°2.
- Economic Planning Agency (1996), *Keizai Hakusho* (White Paper on Economy), Tokyo, Ministry of Finance, Printing Bureau.
- Haga, K. (1995), « Kin'yu Fuanteisei to Kin'yu Seido : Kyuseido no Kaitai kara Shinseido no Mosaku e » (Financial Instability and Financial System : From the Breakdown of the Old System to the Search for a New System), *Keizai to Shakai*, N°2.
- Hirota, S. et Ikeo, K. (1996), « Kigyo Kin'yu to Keiei no Koritsusei » (Corporate Finance and the Efficiency of Management), in Itoh, H. (ed.) (1996).
- Horiuchi, A. (1993), « Ginko Kodo to Kin'yu Shisutemu no Antesei » (Bank Behavior and the Stability of Financial System), in Kaizuka, K. et Harada, Y. (eds.) (1993).
- Horiuchi, A. (ed.) (1994), *Kin'yu* (Banking, Securities and Insurance), Tokyo, NTT Syuppan.
- Horiuchi, A. (1994), « Nihon Keizai to Kin'yu Kisei » (Japanese Economy and Financial Regulation), in Horiuchi, A. (ed.) (1994).
- Horiuchi, A. et Fukuda, S. (1987), « Nihon no Mein Banku ha dono yona Yakuwari o hatashita ka ? » (What Roles Has the Main Bank Played in Japan ?), *Kin'yu Kenkyu*, vol.6, N°3.
- Horiuchi, A., et Otaki, M. (1987), « Kin'yu : Seifu Kainyu to Ginko Kashidashi no Juyosei » (Finance : The Importance of Public Intervention and Bank Lending), in Hamada, K., Kuroda, M. et Horiuchi, A. (eds.), *Nihon Keizai no Makuro Keizai Bunseki* (Macroeconomic Analysis of Japanese Economy), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Horiuchi, A. et Sui, Q. (1992), « Mein Banku Kankei no Keizai Bunseki : Tenbo » (Economic Analysis of Main Bank Relation : An Overview), *Kin'yu Keizai Kenkyu*, N°3.
- Horiuchi, A. et Sui, Q. (1994), « Joho Seisansha to shiteno Kaihatsu Ginko : Sono Kino to Genkai » (The Japan Development Bank as an Information Producer : Its Functions and Limits), in Kaizuka, K. et Ueda, K. (ed.), (1994).
- Horiuchi, A. et Yoshino, N. (eds.) (1992), *Gendai Nihon no Kin'yu Bunseki* (Analysis

- of the Modern Japanese Financial System), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Ikeo, K. (1990), *Kin'yu Risuku to Kisei no Keizaigaku : Atarashii Ginko Ron no Kokoromi* (The Economics of Bank Risk and Regulation : A New Approach to the Theory of Banking), Tokyo, Toyo Keizai Shimposha.
- Ikeo, K. (1993), « Kin'yu Jiyuka Igo no Purudensu Seisaku » (Prudence Policies after the Financial Deregulation), in Kaizuka, K. et Harada, Y. (eds.), (1993).
- Ikeo, K. (1994a), « Shin'yo Chitsujo to Ginko Kisei » (The order of the Credit System and Banking Regulation), in Horiuchi, A. (ed.) (1994).
- Ikeo, K. (1994b), « Zaimumen kara Mita Nihon no Kigyo » (The Japanese Firm seen from the Aspect of Financing), in Kaizuka, K. et Ueda, K. (eds.) (1994).
- Ikeo, K. et Hirota, S. (1992), « Kigyo no Shihon Kosei to Mein Banku » (The Capital Structure of Firm and the Main Bank), in Horiuchi, A. et Yoshino, N. (eds.) (1992).
- Ito, O. (1995), *Nihongata Kin'yu no Rekishiteki Kozo* (The Historical Structure of Japan's Financial System), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Itoh, H. (ed.) (1996), *Shisutemu to shiten no Nihon Kigyo* (The Japanese Firm as a System), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Inoue, Y. (1996), 'Seikimatsu Daitenkan' o Yomu : Regyurashion Riron no Chosen (Understanding the Great Transformation of the End of the Century : The Challenge of Régulation Theory), Tokyo, Yuhikaku.
- Iwata, K. et Horiuchi, A. (1985), « Nihon ni okeru Ginko Kisei » (Bank Regulation in Japan », *Keizaigaku Ronshu* (University of Tokyo), vol.51, N°1-2.
- Kaizuka, K. et Harada, Y. (eds.) (1993), *90-nendai no Kin'yu Seisaku* (Monetary Policy in the Nineties), Tokyo, Nihon Hyoronsha.
- Kaizuka, K. et Ueda, K. (ed.) (1994), *Henkakuki no Kin'yu Shisutemu* (The Japanese Financial System in Transition), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Kitahara, T. (1995), « Baburu to Ginko Kodo » (The Bubble and Bank Behavior), in Aoki, T. (ed.) (1995).
- Miyazaki, Y. (1992), *Fukugo Fukyo* (The Complex Depression), Tokyo, Chuo Koronsha.
- Nabeshima, N. (1993), « Keinzu no Shakai Tetsugaku : Jiyu, Keikaku, Shakaishugi » (Keyne's Social Philosophy : Freedom, Planning and Socialism), *Keizaigakushi Gakkai Nenpo*, N°31.
- Nabeshima, N. (1995), « Kin'yu Kiki no Seiji Keizaigaku : Posuto Keinzuha to Neo Marukusuha no Shikaku » (The Political Economy of Financial Crisis : Post Keynesian and Neo Marxian Perspectives), in Aoki, T. (ed.) (1995).
- Noshita, Y. (1995), « Kin'yu Kozo to Kin'yu Kiki no Shoruikei » (Varieties of Financial Structure and Financial Instability), in Aoki, T. (ed.) (1995).
- Okazaki, R. et Horiuchi, A. (1992), « Setsubi Toshi to Mein Banku » (Capital Investment and the Main Bank), in Horiuchi, A. et Yoshino, N. (eds.) (1992).
- Okazaki, T. et Okuno, M. (eds.) (1993), *Gendai Nihon Keizai Shisutemu no Genryu* (The Origin of the Modern Japanese Economic System), Tokyo, Nihon Keizai Shimbunsha.
- Okazaki, T. et Okuno, M. (1993), « Gendai Nihon no Keizai Shisutemu to Sono Rekishiteki Genryu » (The Modern Japanese Economic System and Its Historical Origin), in Okazaki, T. et Okuno, M. (eds.) (1993).

- Okumura, H. (1991), *Hojin Shihonshugi: Kaisha Hon'i no Taikei* (Corporate Capitalism: The Company-centered System), Tokyo, Asahi Shimbunsha.
- Okumura, H. (1995), *Hojin Shihonshugi no Unmei: Kabushiki-gaisha no 'Shi ni Itaru Yamai'* (The Fate of Corporate Capitalism: The « Disease to Death » of Stock Company), Tokyo, Toyo Keizai Shimposha.
- Okuno-Fujiwara, M. (1993), « Gendai Nihon no Keizai Shisutemu: Sono Kozo to Henkaku no Kanosei » (The Modern Japanese Economic System: Its Structure and Possibilities for Reform), in Okazaki, T. et Okuno, M. (eds.) (1993).
- Osano, H. (1996), « Nihon no Kin'yu Rodo Shisutemu: Seidoteki Hokansei, Tayosei to Shinka » (The Japanese labor and Financial System: Institutional Complementarity, Plurality and Evolution), in Otoh, H. (ed.) (1996).
- Shoenholtz, K. et Takeda, M. (1985), « Joho Katsudo to Mein Banku Sei » (Information Activities and the Main Bank System), *Kin'yu Kenkyu*, vol.4, N°4.
- Shikano, Y. (1994), *Nihon no Ginko to Kin'yu Soshiki* (Banks and the Financial System in Japan), Tokyo, Tokyo Keizai Shimposha.
- Teranishi, J. (1982), *Nihon no Keizai Hatten to Kin'yu* (The Japanese Economic Development and Finance), Tokyo, Iwanami Shoten.
- Teranishi, J. (1993), « Mein Banku Shisutemu » (The Main Bank System), in Okazaki, T. et Okuno, M. (eds.) (1993).
- Tsutsui, Y. (1992), « Kin'yu Kisei » (Financial Regulation), in Kaizuka, K. et Ikeo, K. (eds.), *Kin'yu Riron to Seido Kaikaku* (Monetary Theory and Reform of System), Tokyo, Yuhikaku.
- Ueda, K. (1993), « Kin'yu Shisutemu, Kisei » (Financial System and Regulation), in Okazaki, T. et Okuno, M. (eds.) (1993).
- Yabushita, S. (1995), *Kin'yu Shisutemu to Joho no Riron* (Japan's Financial System: Markets, Banks, and Their Stability), Tokyo, University of Tokyo Press.
- Yamada, T. (1994), *20 Seiki Shihonshugi: Regyurashion de Yomu* (Twentieth-century Capitalism: An Approach from Régulation Theory), Tokyo, Yuhikaku.
- Yamaguchi, Y. et Konishi, K. (1994), *Posuto Fukyo no Nihon Keizai: Teitai kara Saisei e no Kozu* (The Japanese Economy in the Phase of Post-Depression: A Design from Stagnation to Regeneration), Tokyo, Kodansha.

Tableaux 1 :
*La comparaison internationale
 sur la structure de financement des entreprises (en %)*

	<i>Japon</i>				<i>Etats-Unis</i>			
	Interne	Externe	Emprunts	Titres	Interne	Externe	Emprunts	Titres
1962-1964	39,4	60,6	46,6	11,0	76,0	24,0	11,3	7,9
1965-1969	50,1	49,9	43,2	5,6	67,9	32,1	18,8	13,9
1970-1974	41,6	58,4	50,0	5,7	55,1	44,9	25,6	18,0
1975-1979	50,6	49,4	41,5	7,5	69,7	30,3	16,3	14,0
1980-1984	59,0	41,0	35,0	6,2	74,2	25,8	15,5	9,5
1985-1989	52,3	47,7	32,1	11,0	85,4	14,6	14,0	1,3

	<i>Allemagne</i>				<i>Royaume-Uni</i>			
	Interne	Externe	Emprunts	Titres	Interne	Externe	Emprunts	Titres
1962-1964	66,5	33,5	22,8	5,0	73,2	26,8	16,5	10,3
1965-1969	68,8	31,2	20,8	4,1	74,1	25,9	14,6	11,3
1970-1974	58,5	41,5	28,1	3,2	62,2	37,8	34,2	3,6
1975-1979	72,6	27,4	22,3	1,6	79,1	20,9	16,4	4,5
1980-1984	75,4	24,6	21,6	3,0	82,5	17,5	16,3	1,2
1985-1989	78,6	21,4	16,5	4,9	63,0	37,0	26,1	10,9

75

	<i>France</i>			
	Interne	Externe	Emprunts	Titres
1962-1964	54,3	45,7	35,6	10,2
1965-1969	64,3	35,7	27,9	7,8
1970-1974	46,8	53,2	34,7	10,3
1975-1979	48,2	51,8	37,3	12,8
1980-1984	41,9	58,1	41,9	13,6
1985-1989	49,9	50,1	27,2	23,0

Note : Crédits commerciaux non compris. Pour l'Allemagne, comprend les entreprises personnelles et publiques.

Source : Ito (1995), p. 145.

Tableau 2 :
La composition du financement externe dans le secteur des entreprises (en %)

	1960-1970	1971-1975	1976-1980	1981-1985	1986-1990	1991-1993
Emprunts (en provenance d'institutions financières)	85,5 (76,7)	86,3 (78,4)	83,0 (71,7)	84,5 (77,3)	66,2 (58,9)	84,5 (54,6)
Emissions de titres	11,6	10,9	14,2	16,2	22,3	22,8
Obligations industrielles	(3,3)	(4,3)	(4,7)	(2,9)	(3,8)	(14,9)
Actions	(7,8)	6,2	(7,9)	(8,2)	(9,7)	(3,1)
Obligations étrangères	(0,2)	(0,3)	(1,6)	(5,1)	(8,9)	(4,8)
C P	(—)	(—)	(—)	(—)	5,8	5,8
Crédits étrangers	2,9	2,8	2,8	0,6	5,7	1,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Banque du Japon, Institut pour les études monétaires et économiques (1995), p. 54.

76

Tableau 3 :
La structure de financement des principales entreprises (en %)

	a	b	c	d	e	(a + b)	(a + b + c)
1966-1969	28,1	14,1	3,6	5,3	35,3	42,2	45,8
1970-1974	22,0	14,1	2,9	5,1	41,7	36,1	39,0
1975-1979	35,7	11,3	7,8	10,2	20,4	47,0	54,8
1980-1984	38,4	13,2	9,6	7,9	15,2	51,6	61,2
1985-1989	47,0	17,8	17,0	17,7	3,3	64,8	81,8

a : Dépréciation

b : Réserves

c : Augmentation des fonds propres

Source : Ito (1995), p. 147.

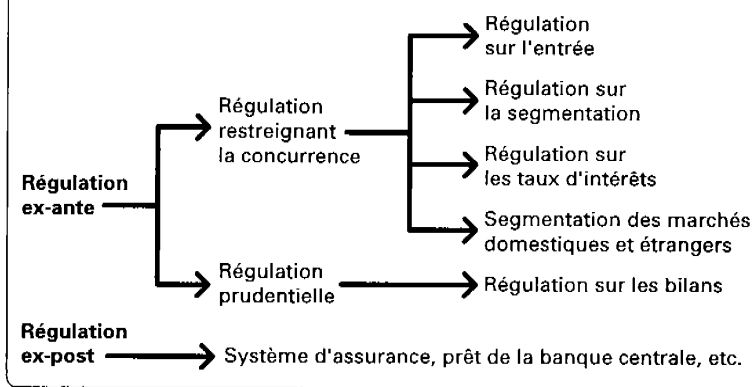
d : Emissions d'obligations

a + b : Fonds internes

a + b + c : Capitaux propres

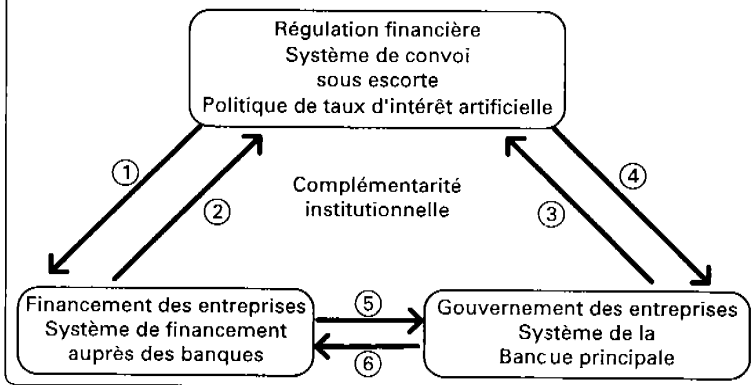
Graphique 1

La variété des régulations financières

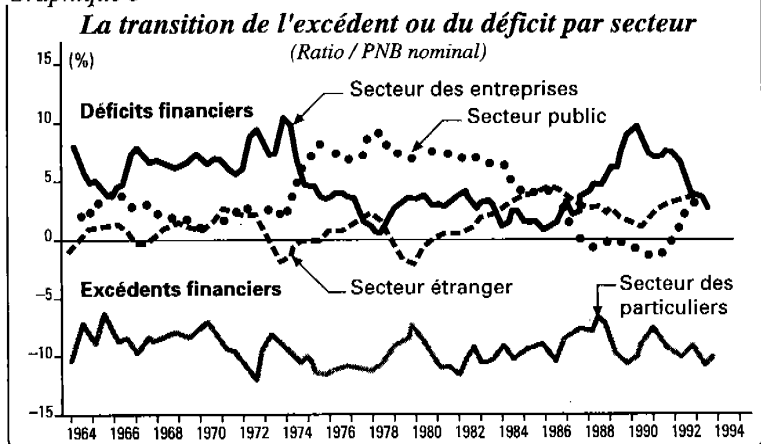


Graphique 2

La complémentarité institutionnelle dans le système financier de l'après-guerre

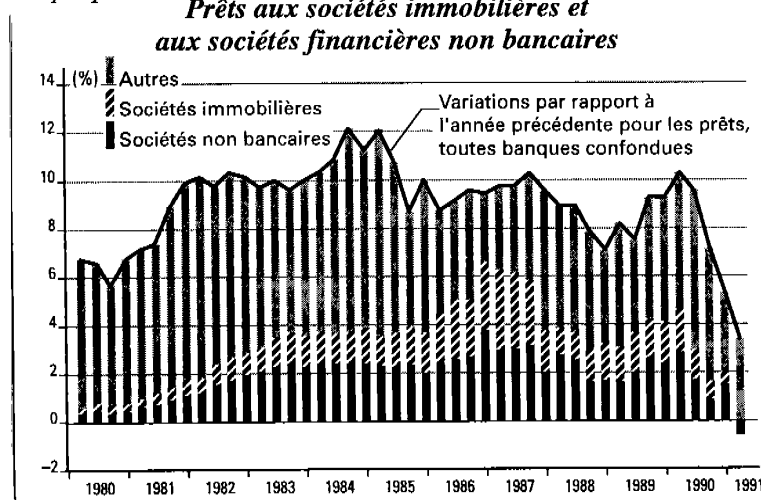


Graphique 3

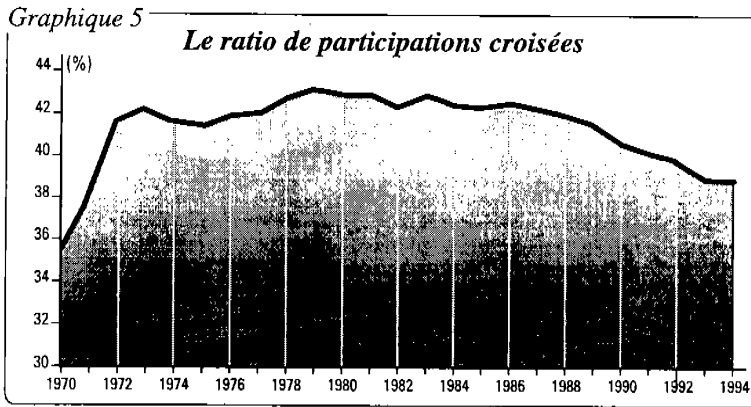


Sources : Banque of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies (1995), p. 33.

Graphique 4



Source : Bank of Japan, Institute for Monetary and Economic Studies (1995), p.76.



Source : Economic Planning Agency (1996), p. 526.