



LE DISCRÉDIT DES BANQUES ET L'IMPACT DES RÉFORMES AU JAPON

LAURENCE LOULMET *

Autrefois considérées comme les pierres angulaires de l'édifice financier du gouvernement d'entreprise au Japon, les institutions bancaires symbolisent aujourd'hui la fragilité du système. Les prêts irrécouvrables des établissements financiers au Japon freinent la reprise de l'économie japonaise. L'étendue des créances douteuses pour les banques japonaises a été estimée à 1,2 trillion d'euros, soit l'équivalent de 7 % du PIB japonais afférant à l'exercice 1998 (Anderson & Campbell, 2000). L'extension du problème semble encore plus manifeste puisque les banques font face aux difficultés de provisionnement de leurs crédits non performants en optant pour des solutions qui leur permettent de respecter leur ratio prudentiel. Les fonds propres réunis devant être en compensation des dettes, les mouvements de restructuration et de concentration du capital constituent des mesures adéquates (M. Nakamura, 2002).

Cependant, malgré l'ampleur des problèmes d'assainissement du secteur bancaire¹ et en dépit de la crise issue du dégonflement de la bulle spéculative du début de la décennie 1990, les institutions bancaires disposent encore aujourd'hui des mêmes places hautement stratégiques qu'elles occupaient hier (K. Halada, 2001). Le rôle incontournable des institutions bancaires se manifeste par leur capacité de contrôle exercée sur de multiples sociétés affiliées aux 8 *keiretsu* financiers qui constituent l'essentiel de la capitalisation boursière japonaise. Ce contrôle demeure aujourd'hui encore effectif car les droits de propriété conférant à ces

* Maître de Conférences, Université de sciences économiques de Poitiers, Membre du GRIEF, Groupe de recherche sur l'intégration économique et financière.



institutions le rôle d'actionnaire de référence n'ont pas été réellement remis en question (Geoffron, 2000).

Les grandes banques occupent, en effet, des positions d'actionnaires de premier rang leur conférant un pouvoir de contrôle sur les sociétés affiliées aux *keiretsu* financiers et, comme telles, demeurent des acteurs participant au maillage des blocs de participations croisées en amont des groupes d'entreprises.

Comment alors ne pas s'interroger sur une situation aussi paradoxale que celle où les pleins pouvoirs du gouvernement d'entreprise demeurent ainsi confiés à des acteurs profondément discrédités aujourd'hui ?

Cette problématique donne à réfléchir plus précisément sur l'impact des changements issus de la réforme. Celle-ci est officiellement adoptée et se manifeste par la réintroduction des *holdings* financières, mais également par l'autorisation des *stocks option*, l'insertion des fonds de pension étrangers au capital des sociétés japonaises et des changements dans les structures des conseils d'administration.

Bien qu'introduites de façon explicite, ces mutations ne semblent pas pouvoir systématiquement et uniformément dénouer les contrats implicites. Ces derniers continuent à se manifester dans les *keiretsu* financiers, en particulier par la force des liens d'appartenance et d'affiliation des sociétés à ces derniers.

La présente contribution s'articule de la manière suivante : après avoir mis en évidence la nature du pouvoir dévolu aux banques japonaises placées au cœur de l'édifice du système financier, la question posée dans un premier temps concerne les raisons qui président au fait que ces acteurs, bien qu'affaiblis, continuent à tenir le premier rang dans l'organisation du système de gouvernement d'entreprise au Japon.

Dans un deuxième temps, on s'interroge sur la manière de mener à bien les réformes en cours en soulignant que ces dernières doivent délibérément améliorer la supervision des décisions prises par les équipes dirigeantes des organismes bancaires. En effet, tant que subsisteront des systèmes de protection et de garanties en tout genre, le risque d'aléa moral ne pourra que se trouver malencontreusement réaffirmé. Ce faisant, le déficit chronique de surveillance ne semble pas directement issu du schéma capitalistique de gouvernement d'entreprise japonais. Paradoxalement, le manque de supervision existe malgré l'élaboration de solutions apportées aux problèmes d'agence dans les relations impliquant les banques et les sociétés qui leur sont affiliées en aval. Néanmoins, tout concourt à accroître la prise de risque et à mettre en évidence l'explicite reconnaissance du fait qu'au Japon, des mécanismes de protection garantissent le système d'ensemble. Ces mécanismes de sauvetage (*monitoring ex post*) aujourd'hui sapés dans leurs fondements,



par la faiblesse des institutions financières, montre bien l'existence d'un défaut chronique de discipline en amont des grandes banques.

Cette analyse doit permettre d'affiner les observations sur l'impact de la réforme mettant en évidence les évolutions perceptibles dans le sens d'un *monitoring* accru en amont des banques, avec en contrepoint un recul de la possibilité de générer des situations de risque moral.

LA NATURE DU CONTRÔLE EXERCÉ SUR LE SECTEUR BANCAIRE AU JAPON

Dès lors que l'on s'interroge sur la nature du contrôle exercé à l'égard des équipes dirigeantes des banques, il convient de distinguer si cette pratique relève soit du contrôle externe (cas le plus couramment admis où la discipline se manifeste par le biais de la sanction exercée par le marché des capitaux), soit le cas échéant s'exerce par le biais du contrôle interne. Ce dernier cas, plus rebelle à l'observation, requiert une étude de la structure actionnariale des sociétés, au niveau de la répartition des droits de propriété entre les actionnaires principaux.

Si le capital est dilué, il est admis dans la théorie du gouvernement d'entreprise que le contrôle est exercé par le marché financier. Il s'avère qu'au Japon, la discipline des équipes dirigeantes ne passe pas par une sanction sous forme d'Offre publique d'achat. Il existe des mécanismes alternatifs de contrôle qui permettent à l'actionnaire individuel de ne pas subir des coûts d'opportunité².

Le contrôle externe se manifeste quand les actionnaires exercent un véritable *monitoring* sur le pouvoir exécutif des *managers* dans les organes de délibérations. Tel est exactement le cas lorsqu'une coalition d'actionnaires détient la majorité des droits de vote en assemblée générale, où le contrôle s'exprime de façon externe. Le contrôle de la société se fonde alors sur la base de la détention de droits de propriété procurant à des acteurs identifiables nominativement³ un pouvoir de contrôle attaché à leur statut d'actionnaires de référence (Morin, 1996). Dans un tel cas, la configuration actionnariale n'est pas obligatoirement concentrée : ceci était le cas au Japon tant que les *holdings* financières étaient interdites par la loi anti-monopole.

Les mécanismes de contrôle externe semblent contraints au Japon par la structure actionnariale des sociétés au premier chef desquelles figurent les plus grandes institutions financières insérées dans les blocs de participations croisées des *keiretsu* financiers.

Dans le schéma du contrôle interne, il s'agit du cas symptomatique d'une distinction pour le moins très atténuée entre pouvoir de contrôle des actionnaires et pouvoir exécutif des *managers*. Dans cette situation, le pouvoir procède des dirigeants qui semblent, soit être couverts par

l'assentiment inconditionnel de leurs mandants, soit dans une certaine mesure être frappés de confusion dans la répartition des rôles, sous couvert de collusion dans la distribution des droits de propriété.

Cette maîtrise du pouvoir des dirigeants peut avoir théoriquement deux origines : les droits de propriété et la mise en place d'une logique d'autocontrôle (Morin, 1995).

- dans la première éventualité, cette situation se rencontre quand la répartition des droits de propriété des sociétés présente un actionnariat dispersé. Nul doute que la révocation des équipes dirigeantes soit alors plus difficile puisque le contrôle des actionnaires ne s'exprime pas réellement ;
- dans l'autre cas, les techniques d'autocontrôle renforcent le contrôle interne. Celles-ci font référence à des moyens facilitant l'auto-influence comme les participations croisées et les cascades d'autocontrôle.

En première hypothèse et à partir du cadre de réflexion de nature capitaliste choisi dans cette contribution, le gouvernement d'entreprise japonais répondrait au cas du contrôle interne. Deux constatations accréditent cette assertion :

- d'une part, les opérations de fusions-acquisitions hostiles sont extrêmement rares, ce qui plaide en faveur d'un contrôle externe faible ou désamorcé ;
- d'autre part, la présence des blocs de participations croisées semble conforme avec l'hypothèse d'un contrôle interne.

Ces deux observations hypothétiques vont être invalidées au cours des deux paragraphes suivants car la réalité s'avère plus complexe. Avec pour objectif incident de mettre en évidence la « complexité japonaise » des mécanismes en vigueur, ceci constitue une étape préalable à une observation plus appuyée de l'évaluation des réformes en cours.

La faiblesse du contrôle par le marché financier en rapport avec le rôle des institutions bancaires

Théoriquement, la surveillance assurée par les actionnaires passe par deux voies :

- la première réside dans la présence de représentants des actionnaires, en particulier au conseil d'administration ;
- le mécanisme de sanction par le marché au moyen de cession de titres et d'offre publique hostile correspond à la deuxième possibilité.

On part de l'idée que, si les principes de gouvernement d'entreprise étaient respectés, le pouvoir exécutif serait distinct du pouvoir de surveillance à l'égard des dirigeants. Or, au Japon, le patron d'une société préside en même temps le conseil d'administration censé le contrôler. Bien que cela ne soit pas une particularité japonaise, cela obère pour le moins la capacité de surveillance des décisions prises pour le compte de la société. De plus, le conseil est composé d'anciens salariés



promus à l'ancienneté au rang de *manager* et les membres du conseil se renouvellent de l'intérieur par cooptation.

La surveillance des dirigeants ne peut donc théoriquement s'exercer que par la voie de la discipline du marché financier. Or, encore aujourd'hui, et malgré les réformes incitant à plus de transparence, ce type de prise de contrôle est semble-t-il fortement limité du fait de l'absence de pratique d'OPA hostile.

Analysons le cas d'une partie du capital dispersé dans le public. Dans ce cas particulier, il convient de déterminer les mécanismes par lesquels les actionnaires individuels pourraient bénéficier de gains tout en sachant que les mécanismes d'OPA sont rares. Ces gains sont issus des quasi-rentes organisationnelles (M. Aoki, 1991). Ces dernières, issues de procédures de coordination autres que celles qui seraient mises en œuvre par le marché, consistent en l'émergence de surplus non prévus dans le contrat initial. Les quasi-rentes organisationnelles sont souvent générées dans le long terme par le jeu d'actifs spécifiques au rang desquels, il est possible d'intégrer les ressources issues de la gestion du capital humain.

Or si on analyse, le mécanisme d'investissement dans le capital d'une société comme un modèle à deux périodes, la quasi-rente ne peut apparaître qu'au cours de la seconde période. Comme ces surplus dégagés n'apparaissent que plus tard, ils sont difficiles à déterminer *a priori* puisque non prévisibles par un calcul économique fondé sur des mécanismes marchands (P. Sheard, 1994). De plus, dans le cas où l'information est imparfaite et où cette asymétrie est à l'avantage des dirigeants maîtrisant mieux les informations sur le montant et la formation des profits futurs de l'entreprise, l'appropriation des quasi-rentes va poser problème, difficulté emblématique d'une relation principal-agent.

Selon P. Sheard (1994), en cas de structure d'information parfaite, la quasi-rente est simplement intégrée *ex post* dans la valorisation des titres. Sinon, en cas de problème d'agence, il s'avère qu'il existe une différence de temporalité entre mandants et agents⁴.

Cette différence de temporalité est réglée au Japon par le système de participations croisées. En effet, les acteurs du maillage de ces blocs et, parmi eux, les grandes banques peuvent mutuellement se prêter des fonds sans avoir à faire appel à de nouveaux actionnaires. La temporalité de cette stratégie est plus longue et point n'est besoin de se tourner vers le marché pour lever de nouveaux fonds. Ceci explique que la part des actionnaires individuels régresse au profit de celle des investisseurs institutionnels. De plus pour ces derniers ne pouvant *a priori* déterminer et exiger à court terme le montant *ex post* des quasi-rentes, il existe une régulation de la part des *keiretsu* opérée *ex ante* sur le calcul de l'anticipation de la valeur des quasi-rentes.



Ainsi, ce qui semble être dans une première période un coût d'opportunité pour les investisseurs individuels - qui s'abstiennent de vendre leurs titres - devient-il un avantage si on considère qu'il existe une rémunération *ex ante* des bénéfices réalisés par l'obtention des futures quasi-rentes. Cette rémunération est effectuée sous forme d'actions gratuites et de plus-values latentes (Aoki, 1991).

Finalement, la rémunération substantielle qui est accordée aux actionnaires désamorce la réalisation d'une prise de contrôle hostile même si cette possibilité demeure. En d'autres termes, nous pouvons avancer que l'actionnaire est disposé à déléguer la fonction de surveillance aux organismes financiers. Il est donc manifeste que les grandes institutions bancaires insérées dans les blocs de participations croisées des *keiretsu* financiers sont elles-mêmes dénuées de toute discipline ou sanction par le marché financier tant ces dernières prennent soin de ne pas négliger leurs actionnaires.

Ceci rend le contrôle externe potentiellement efficace au Japon mais en bloque cependant sa réalisation en particulier au niveau des institutions financières des blocs de participations. C'est bien évidemment ici la nature du contrôle qui est particulière puisque les effets d'un contrôle externe potentiellement efficace agissent en faveur d'un marché du capital interne. *La convergence des intérêts des différents actionnaires est bien réalisée.* Il n'y a donc pas de spoliation des petits actionnaires par le mécanisme des participations croisées stables. Le mécanisme de discipline vient du bloc d'actionnaires coalisés agissant par des biais différents de ceux d'un véritable contrôle externe issu du marché financier.

Dans tous les cas de figure, les investisseurs souhaitant récupérer la quasi-rente doivent octroyer un degré de confiance aux *managers* dans le niveau de rémunération connu à l'avance qu'ils obtiendront.

Un contrôle externe détenu par les organismes financiers sur la base d'un autocontrôle interne

Au Japon, on peut considérer que le capital n'est ni dilué ni même concentré. Au regard de la structure des droits de propriété, il n'y a pas de concentration. La concentration ne s'opère pas pour des raisons légales de seuil de détention limité à 5 % au Japon à tout organisme financier, et ce du fait de la loi anti-monopole imposée par les Américains après la guerre. Toutefois, et à l'issue d'une analyse précise des liens de participations croisées et circulaires, la structure de l'actionnariat montre que le contrôle s'exprime par les sociétés des blocs d'actionnaires de référence qui s'appuient sur la pratique de l'autocontrôle. En conséquence, la faiblesse de la détention en capital peut très bien aller de pair avec la capacité de contrôler les sociétés.

L'organisation des blocs de participations croisées concerne huit



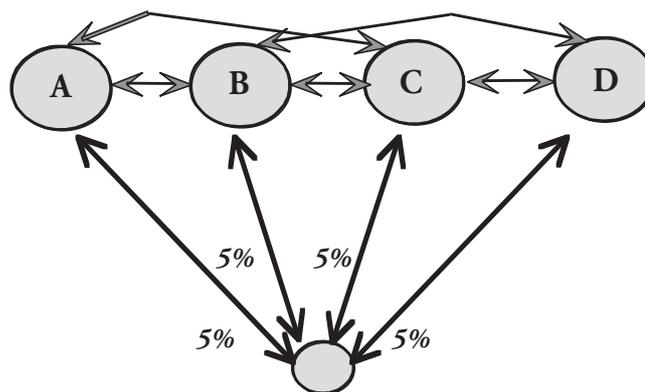
keiretsu qualifiés de financiers car les sociétés interconnectées dans ces blocs appartiennent principalement au secteur financier⁵. En atteste par exemple l'organisation du noyau dur du *keiretsu* Mitsubishi dont la composition suit l'organisation typique d'un *keiretsu* financier selon le graphique suivant.

Compte tenu du droit des sociétés en vigueur, notons que les détentions ne dépassent pas le seuil des 5 %. Comme la loi anti-monopole le stipule, une société financière ne peut détenir plus de 5 % d'une société non-financière. En conséquence, le seul moyen de contrôler une société consiste à coaliser les détentions réciproques à plusieurs actionnaires. Une société ciblée par ce type de contrôle conjoint et dont le capital est détenu à partir de 20 % est une société « affiliée ». Le terme de société affiliée semble mieux adapté à la réalité de l'organisation des *keiretsu* financiers que celui de filiale parfois rencontré dans des cas, où une société peut détenir le contrôle direct d'une autre (à l'instar des *keiretsu* en capital faisant intervenir des groupes industriels où les participations dites « verticales » sont autorisées avec dépassement du seuil des 5 %).

Cependant chacune des sociétés clés du bloc étant actionnaires les unes des autres, ceci leur permet de se grouper par coalition en direction des sociétés cibles, autorisant l'exercice d'un contrôle conjoint appuyé en amont de la cible sur les participations croisées. Le schéma suivant donne un exemple de cette pratique qui s'applique systématiquement au niveau de l'organisation des *keiretsu* financiers structurant le bloc de participations croisées.

Graphique n° 1
Le contrôle externe sur la base d'un auto-contrôle interne

Sociétés clés dans les blocs de participations croisées : A, B, C, D



Société Affiliée qui détient des participations circulaires d'autocontrôle dans A, B, C, D





Les sociétés cibles sont alors des sociétés affiliées au *keiretsu* financier et, à ce titre, peuvent en retour détenir des participations circulaires vers leurs propres sociétés actionnaires. Cette situation relève d'un autocontrôle autorisant à ces sociétés affiliées à faire partie intégrante du *keiretsu*. Enfin dernier élément et non des moindres, c'est par ce biais que les sociétés clés peuvent récupérer les droits de vote attachés aux participations circulaires d'autocontrôle. Cette technique du « bouclage capitalistique » accroît leur poids décisionnel des sociétés clés dans les assemblées constituantes.

À l'origine impulsée par les banques, cette configuration actionnariale spécifique entraîne une structure de gouvernement d'entreprise caractéristique d'un contrôle externe s'appuyant sur la technique de l'autocontrôle (contrôle internalisé)⁶. En conséquence, point n'est véritablement besoin de détenir de nombreuses parts dans le capital des sociétés pour en assurer le contrôle. Grâce à la pratique de l'autocontrôle, 21,4 % des actions d'une société d'un *keiretsu* sont possédés par d'autres sociétés du même *keiretsu*. Du fait de l'autocontrôle, ces détentions conjointes assurent aux actionnaires des blocs, le contrôle externe des sociétés affiliées.

Comme les sociétés financières détiennent réciproquement des participations entre elles formant des situations où les actionnaires siègent dans plusieurs conseils d'administration, on obtient ainsi, en moyenne, 48,6 % des membres des conseils d'administration des sociétés des *keiretsu* provenant d'autres sociétés du *keiretsu*.

Les deux points d'analyse qui viennent d'être traités mettent en évidence deux situations de fait :

- les *major banks* ne sont pas sous la surveillance des marchés financiers, encore moins du reste avec les actionnaires de référence, puisque c'est avec ces derniers qu'elles forment des coalitions dans les blocs de participations croisées ;
- les *major banks*, à l'opposé, exercent un véritable contrôle externe sur les sociétés affiliées sur la base d'un contrôle interne (autocontrôle), ce qui accrédite une possibilité de surveillance étroite des banques sur l'ensemble des sociétés affiliées. *L'originalité de cette configuration, pour le moins ingénieuse, consiste à remarquer que le contrôle externe s'exerce grâce aux participations croisées en amont des sociétés affiliées au keiretsu, mais s'appuie également en aval sur les participations circulaires d'autocontrôle.*

En effet, soit les sociétés affiliées sont intégrées au *keiretsu* par des liens de participations circulaires et, dans ce cas, l'autocontrôle renforce l'obtention des droits de vote supplémentaires pour le compte des institutions financières ; soit le cas échéant, la cible est une société affiliée sans autocontrôle, à des degrés plus ou moins intégratifs. Dans ce



dernier cas, il s'agit d'une société qui peut être considérée par le *keiretsu* comme indépendante lorsqu'elle se trouve sur une dynamique de croissance.

Néanmoins, si la société affiliée traverse des difficultés, elle peut être en particulier visée par une action de sauvetage éventuelle (sous l'incitation des autorités réglementaires). En conséquence, une affiliation n'est pas neutre puisqu'elle peut mener, selon les cas, à une forte intégration voire même à une fusion absorption.

De cet ensemble d'observation découlent les résultats suivants : *les banques sont dotées de puissants moyens de surveillance puisqu'elles détiennent un contrôle externe des sociétés affiliées dont elles sont conjointement actionnaires avec les autres organismes financiers*. Or, à la lumière de ces considérations techniques, on peut se demander pourquoi les banques, en tant qu'actionnaires de référence, n'ont pas joué le rôle de surveillance étroite qui leur est dévolu auprès des équipes dirigeantes des sociétés mal gérées ou exposées au risque ? La réponse concerne, d'une part, la justification de leur discrédit actuel tenant compte du fait des responsabilités lourdes que les autorités de tutelle et les pouvoirs publics leur confèrent ; d'autre part, le fait qu'il existe un aléa moral dans les relations entre le public et le privé, si bien que le contrôle externe est désamorcé.

*LA PLACE STRATÉGIQUE DES BANQUES DANS
LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE COMME UN MOTIF
PRÉSIDENT À LEUR ACTUEL DISCRÉDIT :
UNE LECTURE CAPITALISTIQUE*

Les tentatives de résorption de la crise à l'issue du dégonflement de la bulle spéculative au début des années 1990 peuvent s'interpréter au travers d'une lecture capitaliste puisqu'elle permet de tenir compte des différentes situations de pouvoir⁷.

L'organisation de la stratégie de redressement semble cohérente avec les positionnements des institutions financières sur l'échiquier de la configuration en capital de l'édifice d'ensemble du système financier. C'est celle qui semble avoir été suivie par le ministère des Finances à quelques enjeux politiques près.

Pendant la période spéculative, les risques se sont d'abord localisés au niveau de la base du système financier, puis ils se sont reportés en amont du système, au rang des grandes banques des *keiretsu*.

Le risque de défaut lié à la mauvaise qualité des créances sur l'immobilier s'est d'abord focalisé sur les *jusen*, sociétés spécialisées dans le crédit immobilier. Ces sociétés financières non bancaires ont multiplié les crédits sans être réellement surveillées. Cependant, les grandes banques



des *keiretsu* (au demeurant fondatrices des *jusen*) ont agi en tant que prêteurs et actionnaires de référence de ces institutions ; les banques régionales de second rang ont aussi participé au financement des *jusen* conjointement aux banques des *keiretsu*, mais de façon plus marginale.

Aucun effort concerté de sauvetage n'a d'ailleurs été initié à leur profit. L'origine des emprunteurs⁸ peut expliquer cela. Le statut réglementaire de ces institutions non bancaires les place sous des autorités exerçant un contrôle différent de celui effectué par le ministère des Finances. Or, si le ministère des Finances est traditionnellement prêt à garantir les banques, c'est parce qu'il exerce une forme de tutelle sur leurs activités.

Si de telles décisions exceptionnelles ont été prises, c'est pour couper court au processus de diffusion des reports de risques.

Conformément à la structure de l'actionariat du système japonais, les institutions financières de renom comme les banques commerciales des *keiretsu* se sont trouvées concernées par la tourmente à un double titre : certaines banques, parties prenantes indirectement dans l'actionariat de ces sociétés défaillantes⁹, ont accordé des prêts fonciers pendant la période spéculative. Les risques focalisés au départ sur les *jusen* et leurs sociétés affiliées se sont alors mécaniquement reportés en amont sur leurs banques responsables à hauteur de 80 % en moyenne des prêts à l'immobilier. Un amoncellement de créances potentiellement irrécouvrables s'est alors constitué et les banques commerciales ont ainsi hérité d'un portefeuille de créances douteuses chiffré à 740 MdF en 1994.

Cependant, la question qui reste en suspens peut être évoquée par la constatation suivante : si les banques avaient exercé un véritable rôle de *monitoring ex post* auprès des sociétés affiliées, elles n'auraient pas eu à déployer autant de moyens pour assurer la sauvegarde du système. La défaillance des grandes banques provient de la sauvegarde des petites institutions financières, ce qui valide l'explicite reconnaissance du fait qu'il y a au Japon une protection garantie *ex post*, sans surveillance *ex ante*, laquelle accroît le risque moral. Cette situation est d'autant plus paradoxale que l'extériorisation du contrôle des actionnaires est avérée et que le problème d'agence entre *manager* et actionnaires semble avoir été résolu par des mécanismes d'incitation.

Au regard de l'interrogation qui consiste à se demander comment, à l'avenir, éviter le discrédit des banques, la réponse semble s'imposer : en suivant les enseignements de cette crise, *il faut dès lors admettre que la surveillance opérationnelle ex ante doit être, à l'avenir, renforcée*. Quant au *monitoring ex post* afférant à l'ensemble des systèmes de soutien des organismes bancaires, de garanties, de gages, de cautionnement et de sûreté, il est manifeste qu'il pourrait au contraire être atténué, eu égard



à la moindre marge de manœuvre des banques depuis le début de la crise. De ce point de vue, il est louable que les solidarités s'expriment beaucoup plus modérément.

Dans la mesure où cette situation paradoxale vient d'être soulignée, analysons les raisons qui président à l'explication de cet aléa moral dans le système de gouvernance. Ce principe s'exerce à partir de sociétés coalisées.

*LES RAPPORTS DE COLLUSION ENTRE
LA SPHÈRE POLITIQUE ET LES INSTITUTIONS BANCAIRES
COMME ÉLÉMENT EXPLICATIF DE L'ALÉA MORAL*

Ce paragraphe est consacré à l'idée suivante : la surveillance des équipes dirigeantes est désamorcée par un manque de transparence. Puisqu'il a été montré plus avant que le contrôle externe agit dans le cas de sociétés mal gérées, la question est maintenant de savoir pourquoi ce mécanisme efficace, et de toute évidence à disposition, n'entre pas systématiquement en action.

C'est bien l'interpénétration du politique dans les équipes dirigeantes qui pourrait, en toute hypothèse, constituer la raison à la source du problème d'aléa moral entre actionnaires et dirigeants. Ceci est d'autant plus paradoxal que le problème d'agence apparaît résolu au regard des mécanismes d'incitations intégrés au schéma capitalistique des relations entre grandes et petites banques.

Donnons ici un exemple venant corroborer la situation selon laquelle le contrôle des actionnaires couvre le pouvoir des *managers* : sur les 532 directeurs des *jusen* (sociétés immobilières ayant pris des risques inconsidérés avant le dégonflement de la bulle spéculative), 13 sont d'anciens hauts fonctionnaires du ministère des Finances et 473 viennent d'institutions financières les ayant créés, notamment les banques. En conséquence, nul doute que l'infiltration des fonctionnaires dans les équipes dirigeantes compromet la pratique d'un *monitoring* fiable de la part des actionnaires clés.

L'image d'un gouvernement japonais au service du milieu des affaires (*zaikai*¹⁰) est, en grande partie, fondée. Selon une expression consacrée au Japon, la pratique de l'*amakudari* semble constituer un mécanisme subtil. Cela consiste pour les entreprises en difficulté à accueillir des anciens fonctionnaires issus des instances réglementaires (à savoir le ministère des Finances et la Banque du Japon) au niveau du conseil d'administration. En effet, les sociétés du secteur privé recrutent activement les fonctionnaires *amakudari* pour leur intérêt privé. Réciproquement, les fonctionnaires participent à la prise en compte de l'intérêt général que doit assurer le service public¹¹.



D'autre part et au niveau du pouvoir exécutif, nombreux sont les directeurs d'entreprises *leaders* au Japon qui occupent d'importantes fonctions dans le milieu politique, et notamment au sein du *keidanren*¹². On estime également qu'environ 10 % des directeurs d'entreprises sur la base des sociétés cotées proviennent, soit des sociétés publiques, soit des ministères, soit des banques liées aux *keiretsu*, soit des *sogo shosha*. Cette situation autorise alors des garanties de protection assortie de laxisme dans les systèmes de supervision à la source d'un problème d'aléa moral¹³.

Ceci peut permettre alors d'éclairer les raisons de l'ambiguïté des stratégies de redressement. Horiuchi et Shimizu (2000) expliquent que la pratique de l'*amakudari* constitue une forme de collusion. Selon cette hypothèse, la banque accorde des emplois aux fonctionnaires et, en contrepartie, les instances réglementaires permettent aux banques d'étoffer leurs activités de crédit en augmentant leur niveau d'endettement. Cette pratique accroît les risques de créances douteuses à l'opposé d'un comportement prudentiel que les fonctionnaires seraient en mesure d'assurer. Cette collusion rend opaque les règles de préséance entre les actionnaires et les fonctionnaires pour exprimer un contrôle explicite sur les dirigeants. Nul doute que ceci mine la possibilité d'une surveillance *ex ante* efficace.

12

Dans le même ordre d'idée, A. Horiuchi (2000) montre que la surveillance exercée par les instances réglementaires sur le management des banques empêche ces mécanismes d'être opérants. Cette observation tient compte du fait que le marché financier au Japon est encore aujourd'hui très compartimenté¹⁴ *a fortiori* pendant la phase de réglementation jusqu'en 1993. En effet, le marché se trouve contingenté par le nombre limité de participants qui interviennent sur chaque part de marché, cette structure étant issue du cadre réglementaire américain du *Glass-Steagall Act* de 1933.

D'après cet auteur, « les instances réglementaires ont pu utiliser la rente accumulée dans le secteur bancaire pour renflouer les banques en difficulté financière. Elles ont sollicité la collaboration des banques privées pour mettre en œuvre le filet de sécurité et les grandes banques ont loyalement supporté une très forte proportion de coûts. Ce dispositif n'aurait pas fonctionné si ces dernières n'avaient pas bénéficié de la rente découlant de la limitation de la concurrence ».

À l'appui de cette observation, il est possible de constater que ce cadre réglementaire (impulsé par les Américains après la guerre), visant à une concurrence loyale a été réinterprété à la manière japonaise : la concentration des marchés, résultant de l'action du ministère des Finances vers la limitation du nombre de succursales, a permis d'accéder à un efficace recyclage des rentes en la faveur d'action de



sauvetage, ce qui induit un risque moral supplémentaire vis-à-vis des banques¹⁵.

En outre, l'ambiguïté des stratégies de redressement devient encore plus flagrante au regard de l'aléa moral lorsqu'il s'agit de déceler le maniement des directives administratives de la part du ministère des Finances. Ce dernier a accordé des faveurs aux banques qui se sont pliées par allégeance aux instances réglementaires afin de collaborer aux plans de sauvetage et de pénaliser celles qui n'ont pas accepté ses initiatives dans la procédure du traitement des faillites des organismes de crédit¹⁶ (A. Horiuchi, 2000). Le *monitoring ex post* se trouve alors renforcé au détriment d'une surveillance *ex ante*.

C'est ainsi que certaines banques bénéficient d'un traitement préférentiel à l'issue de services rendus à la collectivité à l'instar de la Bank of Tokyo Mitsubishi (BoTM). Au niveau de la structure en capital, la BoTM est la banque principale de la Nippon Trust, société affiliée au *keiretsu* Mitsubishi. Cette dernière, très durement affaiblie par le montant des créances douteuses, a bénéficié d'un sauvetage de la part de sa *main bank* sous l'égide du ministère des Finances. Depuis lors, la BoTM bénéficie d'un traitement préférentiel par rapport aux banques concurrentes puisqu'elle est autorisée à pratiquer des opérations de fiducie, *via* sa filiale Nippon Trust, détenue depuis lors à hauteur de 82,2 % par la *main bank* au cœur du *keiretsu*.

La pratique d'une planification que l'on pourrait *a priori* qualifier d'autoritaire au regard des directives administratives, ne doit pas être confondue avec une centralisation du pouvoir. *Ainsi, pour une banque, accepter un sauvetage d'entreprise lui permettra en contrepartie d'accéder à plus de liberté pour rivaliser avec les entreprises concurrentes.* Au Japon, les degrés de liberté s'obtiennent en fonction des contraintes anciennement acceptées¹⁷. C'est une donnée forte du modèle, ce qui justifie de s'interroger sur la manière de réformer les traditionnelles règles d'actions des autorités de tutelles.

Cependant, il semble que cette relation d'allégeance soit moins systématique. En effet, certaines banques ont ainsi été contraintes de refuser de participer au sauvetage d'entreprise. La banque Fuji n'a pas pu soutenir le courtier Yamaichi Securities qui a été mis en faillite en décembre 1997. La maison de titres Yamaichi était pratiquement considérée comme indépendante au *keiretsu* Mitsubishi, tant le lien d'affiliation avec les sociétés clés de ce dernier était lâche¹⁸.

Loin de montrer que les règles du jeu changent, on peut tout simplement affirmer qu'elles ne peuvent plus s'appliquer aujourd'hui. La raison essentielle vient du fait que les réserves des banques ne procurent pas cette possibilité. Rien ne permet d'affirmer que dans une situation d'amélioration de conjoncture, (compte tenu de l'hypothèse



que les ratios de solvabilité des banques s'améliorent), ces règles du jeu soient à jamais abandonnées.

Analysons, dès lors, la portée des réformes afin de déceler si l'orientation porte bien sur l'amélioration du monitoring ex ante et l'affaiblissement du monitoring ex post.

VERS UN MEILLEUR FONCTIONNEMENT DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE : LES RÉSULTATS DES RÉFORMES POUR LE SECTEUR BANCAIRE

Les autorités reconnaissent l'importance des règles prudentielles pour le système financier, en particulier pour le secteur bancaire. C'est dans ce sens que le gouvernement japonais s'attache à ouvrir le marché vers plus de concurrence, en s'orientant vers la voie de la déréglementation complète qui est supposé clôturer la fin du *Big Bang*. Cependant, cette réforme, bien que subie, n'en est pas moins graduelle.

Cette initiative prend forme, avec les lois de réforme du système financier en 1998 : la politique de transparence oblige les sociétés depuis 1999 à produire des comptes consolidés, à adopter des normes plus strictes en la matière au niveau des *keiretsu* et enfin à comptabiliser les actifs financiers à la valeur de marché. En outre, sur le plan du droit des sociétés, la réforme du Code de commerce donne enfin la possibilité depuis 1998 de créer des *holdings*, interdites depuis 49 ans, après la guerre, à l'issue de l'instauration de la loi anti-monopole par les autorités américaines.

Les premiers effets de l'application des lois de réforme sur les entreprises

En adéquation avec la pression vers une plus grande transparence des comptes, ces mesures accompagnent favorablement le comportement actuel des entreprises vers une stratégie de resserrement des coûts et de recentrage sur des activités à fort potentiel de croissance. La logique des fusions acquisitions, très soutenue au Japon ces dernières années, se manifeste par des opérations horizontales au détriment d'opérations de fusion conglomérale, ces dernières étant systématiques dans la décennie 1980.

Cette réorientation stratégique montre bien que la logique de recentrage prévaut aujourd'hui très nettement sur celle de la diversification en œuvre dans la décennie 1980, attestant jusqu'alors du déploiement des entreprises japonaises vers des opérations de diversification transnationales. Cette stratégie semblait systématiquement adoptée par les *sogo shosha*, qui se sont réorientées vers des activités à plus forte valeur ajoutée dans le secteur de la nouvelle économie.



De même sur le plan industriel, les stratégies s'organisent autour de la création de *business units* ayant une plus grande autonomie financière. L'objectif est de raccourcir les circuits de décision et de gérer chaque segment d'activité en centre de profit autonome. Les opérations qui ont été menées tiennent compte de la volonté de répondre au problème de surcapacité de production par des plans de restructuration. Ainsi, les activités non rentables sont vendues et les réductions d'effectifs sont considérables.

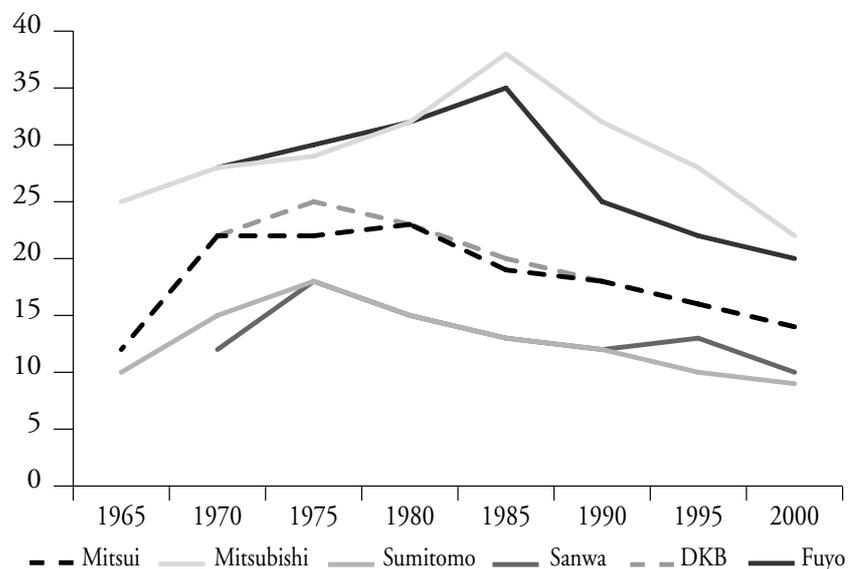
Ces opérations de fusion ont été soutenues par le gouvernement et les mesures législatives ont été prises en vue de simplifier ces actions au sein de l'actionnariat des sociétés japonaises. Ainsi les procédures en faveur des opérations de *spin off* ont-elles été simplifiées afin de raccourcir les délais de ces opérations de scissions. De même depuis 2001, les actionnaires minoritaires ne peuvent plus s'opposer à une session d'actifs comme auparavant depuis que les OPE ont été facilitées en ce sens. Le système d'échange d'actions instauré permet désormais à la maison mère de proposer aux actionnaires de la société affiliée, des actions au sein de la maison mère, afin d'aboutir au contrôle de 100 % de l'actionnariat de la cible. La filialisation est autorisée entre organismes financiers, qui depuis lors, ne se trouvent plus cantonnés à la pratique de l'affiliation, seule voie possible de concentration du capital. Cela étant, la filialisation n'est encore autorisée que pour les sociétés de droit japonais, ce qui limite l'intrusion de cette possibilité de contrôle de la part des actionnaires étrangers. À titre d'exemple, Renault n'a pas la possibilité de pratiquer le rachat d'actions des sociétés affiliées aux sociétés de Nissan.

Cette révision législative permet de contrôler tout à la fois la gestion de la filiale et de la maison mère, ce qui met en lumière la nouvelle possibilité donnée aux actionnaires d'évaluer en toute lisibilité les actifs de la société. Ce type de pratique permet la filialisation des sociétés, technique auparavant interdite, et ce faisant, contourner par l'affiliation conjointe. La possibilité retrouvée de détenir des participations directes majoritaires autorise la restructuration des entreprises sous la forme organisationnelle de *business units*, ce qui renforce le pouvoir de contrôle des actionnaires de référence. En conséquence, le contrôle majoritaire facilite le mouvement de concentration et de restructuration de l'économie (Tobias M, 2001).

Cependant, une étude du Nissei Research Institute montre que 95 % d'un échantillon de 2 426 firmes avaient, en 1999, des participations croisées. La vertu du contrôle conjoint, loin d'être abandonné, consiste tout à la fois à mutualiser les risques entre différents intervenants et à désamorcer les offres publiques d'achat hostiles : ces protections interviennent utilement en cas de crise.

Quoi qu'on en dise, la structure capitalistique des *keiretsu* semble dotée d'une invariance dans leurs principes qui ne se trouve pas fondamentalement remise en question. De fait, les blocs de participations demeurent avec la pratique de l'affiliation conjointe, même si on a pu vérifier que les montants détenus de ces participations diminuaient très graduellement.

Graphique n° 2
Taux de participations croisées entre sociétés clés
des 8 keiretsu financiers



Source : à partir des données de la Fair Trade Commission, 2003.

De nouvelles architectures financières pour le pôle bancaire

C'est également dans le sens d'une concentration du secteur bancaire qu'a été décidé un réalignement structurel des banques. Aussi, le plan gouvernemental de sauvetage du système voté en novembre 1998 (500 Md\$ US) a-t-il eu pour conséquence de redonner aux banques les moyens financiers de maintenir la structure de *keiretsu*. À la fin de 1989, le Japon comptait 23 *major banks* dont 13 *city banks*, 3 banques de crédit à long terme et 7 *trust banks*. En décembre 2000, il ne restait plus que 6 établissements principaux, dont 4 *mega banks*.

En effet, face à leur discrédit, les grandes banques ont été contraintes de s'engager résolument dans un vaste mouvement de restructuration



vers la constitution de 4 grandes *holdings* : Mitsubishi Tokyo Financial Group, Mizuho Financial Group, UFJ Group et Sumitomo Mitsui Banking Corporation.

Ces infrastructures capitalistiques se fondent sur des alliances entre sociétés bancaires des *keiretsu* :

- Mitsubishi procède d'alliances internes (déjà avérées au sein du *keiretsu*) entre les trois sociétés clés du bloc de participations croisées : (BoTM, Mitsubishi Trust, Nippon Trust) ;
- Mizuho résulte d'une alliance entre trois institutions bancaires des *keiretsu* DKB, IBJ, Fuji ;
- UFJ réunit les grandes institutions bancaires de Sanwa et Tokai avec la présence supplémentaire de Toyo Trust Bank ;
- Sumitomo Mitsui résulte d'une alliance entre Sakura Bank (*ex* Mitsui Bank) et Sumitomo Bank.

Par conséquent, l'enjeu qui se dessine emprunte l'interrogation suivante : les nouvelles techniques capitalistiques relatives à la réhabilitation des *holdings* et la possibilité de créer des filiales peuvent-elles remettre en question la pérennité des participations croisées des *keiretsu* ? Cette investigation semble prématurée, mais constituerait cependant une voie de recherche. Dans l'immédiat, l'analyse de l'actionnariat des *holdings* renseigne sur les stratégies suivies.

En effet, aujourd'hui les actionnaires des *holdings* n'envisagent plus leurs détentions comme du capital fictif inaliénable, mais bien, désormais, comme un capital rentable ; en atteste d'ailleurs le taux de rotation des opérations achats/ventes relativement plus important depuis la date d'établissement de ces organisations (mars 2001, *cf.* tableau n° 1). Bien que l'on ne dispose pas de recul suffisant, les actionnaires de ces *holdings* affirmeraient une stratégie de recherche de rentabilité.

S'imposant alors comme des superstructures financières de nature à accélérer la mobilité des actifs, en cohérence avec des exigences accrues de rentabilité financières, ces *holdings* pallieraient l'insuffisance des *keiretsu*.

Si ce scénario persistait, l'hypothèse de complémentarité des structures pourrait l'emporter sur celle de la substituabilité, accréditant le fait que les *holdings* permettent de restructurer le pôle bancaire et, par conséquent, de consolider en retour les *keiretsu*.

Par hypothèse, la constitution de ces *holdings* bancaires atteste de la quasi-impossibilité actuelle d'une gestion financière optimale par la *main bank* à l'intérieur d'un *keiretsu* donné. La gestion équilibrée d'un système de participations minoritaires conjointes ne semble donc plus permettre une impartition des risques suffisante au regard de la rentabilité potentielle de l'ensemble des firmes composant le *keiretsu* (Yeh T. M & Hoshini Y., 2002). La gestion d'un portefeuille d'actifs,

certainement diversifié dans ses activités, cependant centré sur le territoire japonais n'est désormais plus suffisante pour assurer un arbitrage favorable du rapport rentabilité/risque des actifs financiers des *main banks*, même à long terme. Dans le même ordre d'idée, l'existence propre de ces *holdings* se justifie par les motifs stratégiques distincts de ceux des *keiretsu*.

L'objectif est clairement d'établir une stratégie asiatique pour les banques japonaises jugées trop concentrées sur leur marché domestique vers un nouvel arbitrage risque/rentabilité. En effet, les potentialités de croissance vers l'Asie Océanie, qui n'est que leur troisième marché avec 7 % du total des revenus d'opérations bancaires, s'avèrent être le second centre de profit opérationnel (10,2 %) en moyenne avec de fortes profitabilités¹⁹ pour Mitsubishi (13,8 %) et le Groupe UFJ (12,7 %).

Plus fondamentalement, la création des *holdings* fondée sur l'alliance entre *keiretsu* montre alors la solution recherchée par les acteurs du système financier japonais. Elle peut alors être déclinée en deux points :

- le rattachement d'une coordination inter *keiretsu* à la coordination intra-groupe,
- l'évolution des logiques de coordination du système financier.

Ces évolutions sont nécessaires pour garantir la pérennité du système financier japonais.

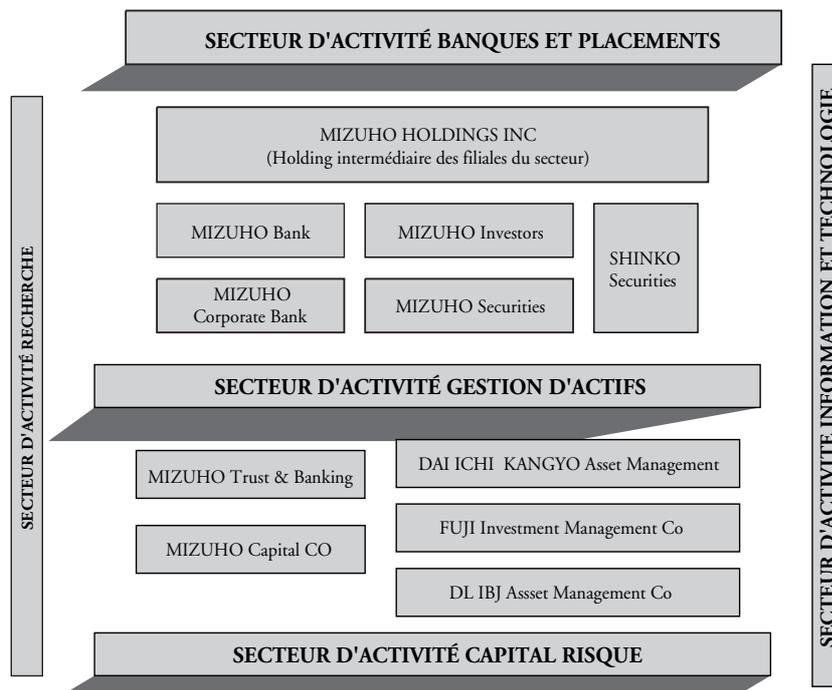
- La première évolution factuelle est la suivante : à la gestion d'un portefeuille de participations conjointes intra-groupe, la création des *holdings* financières renforce la coordination inter *keiretsu*. La base de participation que détient donc la nouvelle *holding* permet la répartition des risques sur un portefeuille plus étendu. L'effet de mutualisation des lignes d'actifs en portefeuille étant donc accru, la gestion des risques s'en trouve plus aisée. Toutefois, si on peut attendre de cette impartition des risques une éventuelle amélioration de l'exposition au risque des *holdings*, financières, le seul regroupement d'établissements financiers ne saurait suffire pour envisager des potentialités de création de valeur (Bremer M & R. H. Pettway, 2002). Une modification des modes de coordination au sein de ces *holdings*, donc un nouveau mode de gouvernance des relations s'impose. Une voie vers un changement en ce sens s'opère dans le fondement restructurant des *holdings* ce qui nous conduit à analyser la portée de la deuxième évolution.

- La deuxième évolution concerne la constitution des *holdings*, laquelle s'accompagne d'une modification des modes de coordination interne. Si on prend pour exemple la *holding* financière Mizuho, on peut observer une nouvelle forme de structuration. En effet, la Mizuho s'organise en une série de sociétés distinctes spécialisées et filialisées dans les divers



segments composant l'activité bancaire à partir d'une segmentation en *Strategic Business Units* (5 secteurs d'activité représentés dans l'organigramme suivant).

Graphique n° 3
Filialisation et réorganisation en secteur d'activité :
configuration interne de Mizuho



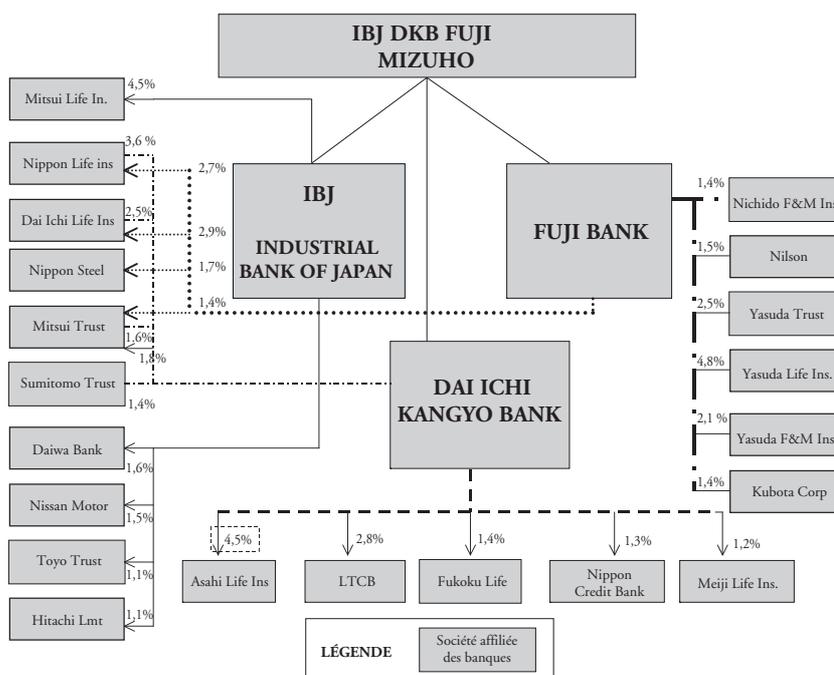
Source : À partir du rapport d'activité 2002 du groupe Mizuho.

Simultanément, le plan de restructuration de Mizuho prévoit et a commencé à mettre en place, un processus d'ouverture de capital de ses filiales présentant actuellement un profil risque rentabilité favorable pour le marché. Le taux de détention cible des filiales spécialisées n'est donc plus que de 65 %, et ce, par une double opération de :

- cession de parts détenues par la *holding* (pour 17,5 % du capital) ;
- appel à l'épargne publique pour l'autre part.

Il faut préciser que cette fusion porterait Mizuho au rang de premier groupe mondial par le total de bilan. Si on observe cette *holding*, en particulier avant la fusion comme le montre l'organigramme suivant, on s'aperçoit bien que de nombreuses sociétés affiliées des *keiretsu* ont été absorbées pour créer la nouvelle entité.

Graphique n° 4
Les sociétés clés des banques
Acteurs de la fusion vers la constitution de Mizuho



Source : à partir de Japan Company Handbook (1998) et Anderson & Campbell 2000.

Cette double opération a alors pour mérite d'apporter des fonds propres à la société mère qui porte l'ensemble des créances douteuses et contribue à rendre plus solide la structure financière des sociétés financières et bancaires spécialisées.

- Troisième évolution sous-jacente aux deux premières : il s'agit de la place des investisseurs institutionnels dans l'actionnariat de premier plan. Les investisseurs institutionnels souscrivent à cette politique, dans la mesure où les dites sociétés, dont le profil actionnarial pourrait encore évoluer, ne sont pas porteuses des risques systémiques de financement, liés au dégonflement des bulles immobilières et boursières, ceux-ci étant cantonnés dans la structure mère.

À ce titre, on observe moins un nouveau type d'actionnariat (puisque les institutionnels étaient déjà présents, mais de façon plus indirecte) qu'un nouveau rôle confié aux fonds de pension, pour lesquels, on retrouve aussi bien les principaux Mutuals Funds internationaux (Fidelity Management and Research, Capital Research) que les structures de gestion des fonds de pension japonais (*les trusts*).



Une logique d'organisation de marché se met donc en place concurrentement à celle de coordination internalisée des *keiretsu*. Elle repose sur la création de structures spécialisées, des *pure players*, dont les logiques d'intervention correspondent aux attentes des investisseurs, tout en offrant des sources potentielles de création de valeur (gains de profitabilité attendus) et immédiates (par la cession de parts) nécessaires au cantonnement des risques financiers dans les structures mères de ces *holding* financières (Kamesaka, A., Nofsinger, J.R., Kawakita, H., 2003).

Cette politique libère donc les organismes financiers des contraintes liées au maintien de leurs placements dans du capital fictif et non rentable au sein des blocs de participations croisées des *keiretsu*. Leur rôle de pilotage conjoint des *keiretsu* est donc réduit au profit de logiques de création de valeur par segment d'activité susceptible d'attirer des nouveaux capitaux dont la valorisation est désormais, au moins dans ces structures, liée aux mécanismes de marché.

Plus fondamentalement et en droite ligne avec le sens du développement de cette contribution, la présence d'un actionnariat institutionnel doté de pouvoir de pression en la faveur d'une exigence de rentabilité accroît à n'en pas douter la supervision le *monitoring ex ante*. Comme le montrent les structures actionnariales des autres regroupements bancaires à l'instar de IBJ, les investisseurs institutionnels possèdent une large part du capital laissant augurer des possibilités de performances accrues pour le secteur bancaire japonais. Au Japon, l'évolution vers la priorité donnée aux marchés financiers se heurtait jusque-là aux barrières érigées par les *keiretsu* contre toute possibilité de pénétration des investisseurs institutionnels étrangers dans les blocs de participations croisées, (L. Loulmet, 1998). Cependant, au regard d'un besoin de gouvernance bancaire plus strict dans le *monitoring ex ante*, l'exigence de performance accrue semble incontournable. L'introduction des *holdings* permet aux investisseurs institutionnels d'intervenir à un niveau hiérarchique capitalistique significatif, et c'est un fait radicalement nouveau. Ces derniers étaient jusque-là cantonnés à des rangs très inférieurs d'influence au sein des sociétés affiliées aux *keiretsu*, précisément en dehors des blocs de participations croisées. Aujourd'hui, leur présence en tant qu'actionnaires stratégiques est affirmée au plus haut niveau, en amont des *keiretsu* financiers au sein des *holdings* structurant les nouvelles « méga-banques ».

- Quatrième évolution, vers la voie de la complémentarité des structures : sur le plan actionnarial, les preneurs de parts dans les *holdings* ne semblent pas coalisés, contrairement aux actionnaires principaux des *keiretsu* formant des blocs de participations croisées. Les organisations financières dont on reconnaît la plupart des sociétés clés des *keiretsu* pour Mizuho s'apparentent davantage à des investisseurs plutôt que des

actionnaires de référence. Ces sociétés agissent sans pacte d'actionnaires et ne tissent pas des liens de participations réciproques. Parfois certains actionnaires n'ont aucun lien d'affiliation avec les *keiretsu* impliqués dans la structure de holding et c'est en particulier le cas pour UFJ. Mitsubishi Trust & Banking et Meiji Mutual Life Insurance sont des sociétés clés du *keiretsu* Mitsubishi alors que IFJ est officiellement une alliance entre les *keiretsu* Sanwa et Tokai.

Pour preuve et en analysant la structure de l'actionnariat de Mizuho grâce au tableau n° 1 suivant, on aurait pu s'attendre à ce que, Mizuho, fondé sur le rapprochement de DKB, IBJ et Fuji, adopte un profil d'actionnariat prioritairement ciblé sur les sociétés clés des trois *keiretsu* en question.

Cependant, rien ne permet d'affirmer cette assertion puisque la fréquence d'apparition des sociétés clés des 3 *keiretsu* est relativement faible, comme l'indique plus précisément la dernière colonne du tableau consignant l'analyse, menée par nos soins, du degré d'inclinaison des sociétés actionnaires au domaine d'influence des *keiretsu*. De plus et contre toute attente, le *keiretsu* Sanwa, se trouve représenté par trois de ses sociétés membres Nippon Life Insurance et Toyo Trust et Hitachi au même titre que les autres *keiretsu* (Fuji, DKB, IBJ). Si l'on compare avec les configurations traditionnelles des *keiretsu*, on peut y voir là des similitudes à rapprocher avec le fait que les actionnaires de référence d'un *keiretsu* proviennent également des réseaux d'influence des huit autres grands groupes financiers. Certes les actionnaires « issus de tous bords » participent de concert à la configuration de l'actionnariat d'un *keiretsu* financier, à ceci près que les sociétés clés sont actionnaires les unes des autres et forment entre elles des participations croisées. Or, tel n'est pas le cas pour les actionnaires de référence des *holdings* qui n'ont pas le statut de sociétés clés proprement dit, car il n'y a pas de stratégie de la part de ces dernières en faveur de la réalisation d'un auto-contrôle interne à la *holding*.

Le simple fait que cet actionnariat ne soit pas composé de sociétés clés nouant des liaisons de participations croisées conditionne une plus grande transparence à l'opposé de la coalition et des pactes d'actionnaires tissant la face cachée des *keiretsu*. Ce trait institutionnel propre à une coordination non libérale n'est pas reconduit dans l'actionnariat des *holdings*, ce qui nous autorise à penser que le mode de gouvernance des *holdings* n'est pas fondé sur les mêmes mécanismes que pour les *keiretsu*.

En effet, si ces superstructures financières mettent en œuvre des logiques de coordination plus libérales distinctes de celles régissant la coordination intra-*keiretsu*, les groupes financiers justifient leur raison d'exister par la création de valeur fondée sur l'apparition des quasi-rentes

Tableau n° 1
Les actionnaires de Mizuho

HOLDING MIZUHO ACTIONNAIRES	Détenion	ALLIANCE FUJI /DKB/ IBJ			INCLINAISON au keiretsu
		% détenu	Rotation	% Rotation	
DAI-ICHI MUTUAL LIFE INSUR	379 158	4,02 %	-6	0,00 %	<i>DKB</i>
JAPAN TRUSTEE SERVICES	334 825	3,55 %	11 825	3,66 %	<i>DKB</i>
NIPPON LIFE INSURANCE	236 663	2,51 %	663	0,28 %	<i>SANWA</i>
YASUDA MUTUAL LIFE INSUR	188 230	2,00 %	-2	0,00 %	<i>FUYO</i>
MITSUBISHI TR & BANKING	178 012	1,89 %	30 012	20,28 %	<i>MITSUBISHI</i>
ASAHI MUTUAL LIFE INSUR	175 608	1,86 %	0	0,00 %	<i>DKB</i>
TOYO TRUST AND BANKING TRUST	132 936	1,41 %	29 936	29,06 %	<i>SANWA</i>
YASUDA FIRE&MARINE	104 694	1,11 %	694	0,67 %	<i>FUYO</i>
NIPPON STEEL CORP.	80 523	0,85 %	0	0,00 %	<i>INDEPEN- DANT</i>
HITACHI, LTD.	78 870	0,84 %	0	0,00 %	<i>SANWA</i>
FIDELITY INVTS JAPAN LTD.	34 988	0,37 %	27 810	387,43 %	<i>FONDS DE PENSION</i>
NOMURA ASSET MGMT <i>CO., LTD.</i>	32 687	0,35 %	11 476	54,10 %	<i>FONDS DE PENSION</i>
T. ROWE PRICE INTL <i>(U.K.) INC.</i>	23 399	0,25 %	1 734	8,00 %	<i>FONDS DE PENSION</i>

Données recomposées issues de Brown & Company, mars 2002.

organisationnelles dérivant d'une logique purement financière de création de rentabilité.

Ces quasi-rentes fondées sur une coordination internalisée des savoir-faire organisationnels se maintiennent par le contrôle managérial opéré de la part des comités des présidents des *keiretsu* (*shashokai*), ces dispositifs relationnels assimilables à des réseaux sociaux dont l'existence n'est pas remise en question. Ce pouvoir managérial est renforcé du reste par un contrôle financier fondé sur les blocs de participations croisées, qui malgré des taux de détention très affaiblis continuent de structurer en interne un mécanisme d'autocontrôle propre au *keiretsu*.

En outre, le *monitoring* bancaire repose toujours sur le placement d'emprunt, accompagné le plus souvent de prise de participation vers les sociétés créditrices à plus forte raison au regard d'un marché financier déprimé n'attirant que très faiblement la levée des capitaux (compartiment action et obligation) à destination des sociétés



membres des *keiretsu*. Sa double composante donne donc des leviers d'action aux *keiretsu* pour gérer les indispensables mutations, car il offre un mécanisme qui limite les effets d'agence tout en soumettant les actions à la discipline de marché renouvelée qu'apporte la structuration des *holdings* financières. Ceci vient en contrepoint des études menées par Drake & Hall (2000) qui démontrent le bien-fondé des fusions des grandes banques vers un objectif à terme de meilleure rentabilité. Ces auteurs mettent en évidence le fait que les *keiretsu* sont au préalable les maîtres d'œuvre de la mutation du secteur bancaire, la transformation du système s'opérant finalement de l'intérieur, par des acteurs impliqués au premier plan de leur responsabilité.

Par la mise en place de superstructures financières plus ouvertes à la loi du marché, le système financier japonais tente donc de retrouver un équilibre en associant la discipline issue des mécanismes concurrentiels à la capacité de constitution de quasi-rentes de long terme qu'assure la coordination informelle et managériale au sein des *keiretsu*.

Suite à cette analyse concernant les transformations structurelles opérées et la portée des réformes, on peut déceler que l'orientation porte bien sur l'amélioration du *monitoring ex ante* à travers deux résultats :

- dans le sens aval de l'influence des banques vers les sociétés qu'elles contrôlent, le rapport capitalistique de la *holding* vers les filiales est désormais plus direct ;
- dans le sens amont des acteurs actionnaires vers les banques, la supervision devient enfin moins complexe et plus transparente puisque les banques sont désormais sous la surveillance, non pas d'actionnaires « amis » reliés par des pactes et participations croisées (ce qui revient à une absence de *monitoring*), mais sous l'influence directe d'actionnaires non coalisés et capables de se retirer de l'actionnariat si leur investissement n'est pas rentable.

Par conséquent (le *monitoring ex post* à la source du discrédit des banques dont on a montré les limites par la mise en scène des solidarités à l'issue du dégonflement de la bulle spéculative) ne peut que s'atténuer si la supervision préalable (*ex ante*) retrouve ses capacités de mise en œuvre, ce qui nous paraît être le cas dans la nouvelle configuration. Plus généralement, ce résultat important au regard des transformations structurelles peut conditionner de nouveaux comportements fondés sur des mécanismes plus simples de résolution de crise et sur une coordination plus concurrentielle entre acteurs. La preuve en est la suivante : les opacités flagrantes à la source de l'aléa moral entre actionnaires et dirigeants semblent désormais amoindries par la



présence d'une structure actionnariale sans participations croisées en amont des banques.

Comment réformer le secteur bancaire sans une refonte des *keiretsu* financiers ? La configuration financière de *holdings* semble répondre à la solution qu'il fallait ébaucher pour permettre une libéralisation en faveur de nouvelles normes de gestion. Ces *holdings* qui permettent d'accroître les mécanismes de surveillance vers les banques ne semblent pas remettre pour autant en question l'existence des *keiretsu* dans lesquels les quasi-rentes organisationnelles constituent encore une source de création de valeur.

Le gouvernement d'entreprise japonais évolue graduellement en empruntant des nouveaux dispositifs de coordination, tout en préservant les structures traditionnelles sur lesquelles le système repose. Cependant et conformément aux traditions japonaises, les principaux acteurs adaptent des solutions en fonction de la nouvelle donne plus libérale, sans rupture radicale.

Sans l'application de cette réforme, il était quasiment impossible d'instaurer un *monitoring* efficace vers les banques, sauf à accepter la recomposition du capital des *keiretsu* financiers, autrement dit, le délitement, voire la disparition à terme de ce modèle singulier de groupe de sociétés.

NOTES

1. Les créances douteuses concernent 385 Md€.
2. Ces mécanismes souligneraient une atténuation des possibilités de contrôle par le marché financier. Les coûts d'opportunités ici correspondent au manque à gagner que les actionnaires pourraient subir s'ils investissaient dans des titres moins soumis à des pactes d'actionnaires.
3. Relevant le plus souvent de la personnalité morale de la société qu'il représente.
4. La stratégie des actionnaires est de prêter à court terme alors que l'équipe dirigeante investit sur des projets à long terme.
5. - une institution bancaire (Bank of Tokyo Mitsubishi, BoTM)
- une ou deux compagnies d'assurances (Meiji Life Insurance, Tokio Marine & Fire Insurance)
- une maison de titres (Mitsubishi Trust and Banking)
- une maison de commerce (*la sogo shosha*) (Mitsubishi Corporation).
6. En fait, les participations retour des sociétés affiliées vers les sociétés clés ne servent qu'à affirmer un auto-contrôle sur le groupe financier dans son ensemble et autorise la démultiplication des droits de vote attaché à chaque part ici redondante.
7. Profitant de la croissance des prix immobiliers jusqu'à la fin des années 1980, la plupart des institutions financières ont eu une politique d'octroi de crédit particulièrement permissive. Essentiellement conduite par des organismes spécialisés, cette politique s'est traduite par la faillite de plusieurs organismes financiers



lors du dégonflement de la bulle immobilière. Mais, si les risques n'ont touché au départ que les petits établissements spécialisés, la globalité de la sphère financière a été parcourue d'un risque systémique le long de la chaîne des refinancements successifs.

8. La qualité de leurs emprunteurs, mafieux pour la plupart d'entre eux, a laissé planer des doutes sur la qualité de ces débiteurs. Les débiteurs cités correspondent aux *yakuza* c'est-à-dire la mafia japonaise, à tel point que la crise a pu être qualifiée de *yakuza récession* ; 10 à 30 % du total des créances douteuses proviennent de sociétés liées de près ou de loin au milieu. Au ministère des Finances, on reconnaît officiellement la réalité du problème. D'où le caractère associé à ces engagements que l'on qualifie - fort à propos - de créances « douteuses ». Lors du dégonflement de la bulle spéculative, ces établissements se sont tous retrouvés avec un empilement considérable de créances douteuses.

9. Parmi elles, la Sakura bank, Fuji Bank, Sumitomo Bank, et Dai Ichi Kangyo Bank.

10. Les organisations patronales sont multiples et forment le « zaikai », c'est-à-dire le monde des affaires. Ainsi les dirigeants patronaux sont d'anciens fonctionnaires et nombre d'entrepreneurs sont très impliqués dans l'appareil politico-administratif japonais.

11. M. Aoki *op. cit.* chapitre 7.

12. Le *keidanren* présente ses vues aux autorités politiques sur les problèmes industriels. Il traite à égalité avec le pouvoir politique en particulier le MITI. C'est pourquoi le surnom de premier ministre de l'Industrie est souvent attribué au président du *keidanren*.

13. Une autre liaison entre secteur privé et public est l'influence du LPD (parti libéral démocrate). Les députés de ce parti exercent une influence sur la nomination de fonctionnaires à des postes clés, dans les sociétés publiques ou dans d'autres institutions. Les hommes politiques de ce parti sont devenus mieux informés que les fonctionnaires eux-mêmes, car continuellement impliqués dans certains problèmes stratégiques traités par les ministères.

14. La réglementation distingue le cadre légal des banques (commerciale et départements fiduciaires des banques), des sociétés d'assurance, des compagnies d'assurance vie, des fonds communs de placements et des fonds de pensions.

15. Ce n'est que depuis mai 1995 que le ministère des Finances a accordé aux banques la possibilité de décider librement du nombre de leurs succursales.

16. Sur le plan financier, les prêts des banques privées ne sont pas garantis par le gouvernement, mais les responsables officiels discutent régulièrement de la politique économique avec les banques ; de sorte que les institutions financières privées font pratiquement partie intégrante du programme mené par le gouvernement.

17. Plus de concurrence semble conditionné à une collusion préalablement acceptée, autrement dit, cela nous permet de penser que la concurrence serait la rançon de la collusion ? Cette constatation nous rapproche des études sur le thème des marchés contestables.

18. De même, Mitsubishi Motor, avec une dette de 100 MdF n'a pas été appuyé par son principal actionnaire (Mitsubishi Heavy Industries) ni par la BoTM. Le courtier Nikko Securities a volontairement décidé en juin 1998 de « quitter » le *keiretsu* Mitsubishi pour s'allier avec l'américain Travelers ; cette décision a été abondamment médiatisée pour souligner l'affaiblissement des liens de solidarité, même si l'affiliation de Nikko Securities était très peu intégrative.

19. Ce mouvement entraîne avec lui près de 32 000 suppressions d'emplois d'ici l'horizon 2004-2005. Le ROE des banques nippones est extrêmement faible et seule la *holding* Mitsubishi qui a un ROE de 5,2 affiche les meilleurs résultats.

BIBLIOGRAPHIE

- ANDERSON C., CAMPBELL W & T. L., (2000), « Restructuring the Japanese banking system has Japan gone far enough? », *International Review of Financial Analysis*, Volume 9, Issue 2, Summer 2000, p.p. 197-218.
- ABEGGLEN J.C. (2001), *Japan's industries and companies: economic dynamism and social continuity*, *Economics Reforms in Japan* ED. C. Freedman, Australia.
- AOKI M. (2000), *Information, corporate governance, and Institutional Diversity, Competitiveness in Japan, the USA and the Transitional Economies*, Oxford University Press.
- BELDERBOS R. & G. CAPANNELLI, FUKAO K., (2001), « Backward Vertical Linkages of Foreign Manufacturing Affiliates: Evidence from Japanese Multinationals », *World Development*, Vol. 29, N° 1, P.P. 189-208.
- BLAINE M. (1995), « Comparative contractual governance », in Gavin Boyd (ed.), *Competitive and Cooperative Macromanagement. The challenges of structural Interdependence*.
- BOYER R. et SOUYRI P.-F., (2001), *Mondialisation et Régulations Europe et Japon face à la singularité américaine*, éd. la Découverte.
- DORE R. (2001), *Reform? The dubious benefits of marketisation*, *Economics Reforms in Japan* ED. C. Freedman, Australia.
- DEWENTER K., NOVAES W., PETTWAY R.H., (2001), « Visibility versus complexity groups: Evidence from Japanese Keiretsu », *The Journal of Business* ; Chicago ; Jan.
- CAI J., CHEUNG Y. L., GOYAL V. (2001), « Bank monitoring and the maturity structure of Japanese corporate debt issues », *Pacific-Basin Finance Journal*, Issue 7, pp. 229-250.
- DRAKE M. & J.B. HALL, (2002), « Efficiency in Japanese banking: an empirical analysis », *Journal of Banking & Finance*, May
- GEOFFRON P. (2000), « La restructuration de la gouvernance », *Économie Internationale*, 4^{ème} Trimestre, *Revue du CEPII*.
- HALADA K. (2001), *Can the Japanese change? Organizational, psychological and evolutionary perspectives*, *Economics Reforms in Japan* ED. C. Freedman, Australia.
- HELWEGE J. & PACKER F., (2003), Determinants of the choice of bankruptcy in Japan, *Journal of Financial Intermediation*, Jan 2003.
- HORIUCHI A. (2000), « Crise bancaire gouvernance privée et supervision », *Économie Internationale*, 4^{ème} Trimestre, *Revue du CEPII*.
- HORIUCHI A. & KATSUTOSHI S. (2001), « Did amakudari undermine the effectiveness of regulator monitoring in Japan? » *Journal of Banking & Finance*, volume 25, Issue 3, March, p.5736596.
- ITOH (2001), *Japan's continuing financial difficulties and confused economic policies*, *Economics Reforms in Japan* ED. C. Freedman, Australia.
- JENSEN (1986), « Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers », *American Economic Review*, vol 76, pp. 323-329.
- JOHANSSON J. & MATSSON L. G. (1987), « Interorganizational relations in industrial systems: a network approach compared with the transaction cost approach », *International Studies of Management & Organizations*, XVII (1), pp. 34-48.
- KAMESAKA A., NOESINGER J.R., KAWAKITA H. (2003), « Investment patterns and performance of investors groups in Japan », *Pacific-Basin Finance Journal*, Jan 2003.
- LOULMET L. (1998), « L'évolution maîtrisée du gouvernement d'entreprise au Japon face à la déréglementation et aux investisseurs institutionnels », N° 49, *Revue d'économie financière*.
- LOULMET L. & MORIN F. (1999), « The transformation of the french model of capital holding and management », *Colloque Governance in Asia: a comparative perspective*, OCDE, Séoul, 3-5 mars.
- MIYASHITA K., RUSSEL D., (1994), *Keiretsu: inside the Hidden Japanese Conglomerates*, Mac Graw Hill.
- MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs. Le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Économique*, n° 6, vol. 47, novembre, pp. 1253-1268.
- NAKAMURA M. (2002) « Mixed ownership of industrial firms in Japan: debt financing, banks and vertical keiretsu groups », *Economic System*, Oct.



QIU L.D. & SPENCER B. J. (2002), « Keiretsu and relationship-specific investment: implications for market-opening trade policy », *Journal of International Economics*, Oct.

SAKAKIBARA E. (1993), *Beyond Capitalism: the Japanese model of Market Economics*, University Press of America.

SAWABE N. (2002), « The role of accounting in bank regulation on the eve of Japan's financial crisis: a failure of the new capital adequacy regulation », *Critical Perspective on Accounting*, Volume 13, Issue 3, June, pages 397-430.

SHEARD P. (1994), « Interlocking Shareholdings and Corporate Governance », dans Aoki, Dore (ed.), *The Japanese firm*, Clarendon Press, Oxford.

SUCHERE T., ZEGHNI S. (1993), « Rationalité économique et comportements collectifs », *Économies et Sociétés*, novembre 1993, pp. 35-54.

TOBIAS M. (2001), *Financial intermediation and deregulation: a critical analysis of Japanese bank-firm relationships*, Dawson.

WEINSTEIN D, YAFEH Y. (1994), « Japan's Corporate Groups: collusive or competitive? An Empirical Investigation of Keiretsu behavior », *Working Paper*, Harvard University, Cambridge, July.

YEH T.M & HOSHINI Y. (2002), « Productivity and operating performance of Japanese merging firm: keiretsu related and independent mergers », *Japan and the World Economy*, Aug.

