

COORDINATION BANQUE-INDUSTRIE ET NATURE DU SYSTÈME FINANCIER

JEAN-MICHEL PAGUET*

Les rapports entre le système financier et l'économie réelle ont été très largement analysés tant dans le cas des pays industrialisés que dans les pays en développement. Nous définirons le système financier, comme l'ensemble des règles ou des relations qui permettent la transformation de l'épargne en investissement¹, les relations banque-industrie sont alors fortement liées au fonctionnement du système financier dans lequel elles s'intègrent, puisqu'elles constituent un des canaux par lesquels s'effectue cette transformation. A cet égard, de nombreux travaux qui se rapprochent de la théorie de la croissance endogène montrent qu'il existe une corrélation positive entre le développement financier² d'un pays et les taux de croissance futurs de l'économie. Mac Kinnon (1973) fut l'un des premiers à montrer que l'essor des marchés financiers était favorable au développement économique, puisqu'ils permettent de rompre avec une situation dans laquelle les investisseurs sont obligés de s'autofinancer intégralement³.

213

Ce raisonnement peut être poussé plus loin encore. En effet, la notion de système financier ne recouvre pas une réalité homogène, mais des modèles très différents selon les pays. On peut alors s'interroger sur l'influence de ces différences sur le fonctionnement de l'économie réelle. Implicitement cette approche met en avant le rôle des banques dans l'économie et leur influence dans la détermination des taux de croissance. Ainsi nous pourrions dire que la forte présence des banques dans l'octroi des moyens de financement des entreprises favorise un meilleur contrôle du financement de l'économie, mais qu'en revanche cette intervention peut provoquer des rationnements sur d'autres marchés ou encore qu'elles peuvent laisser financer des projets qui se révéleront sur le long terme de faible qualité.

Or, il existe une typologie qui met en évidence deux modèles polaires de système financier, l'un repose sur un marché des capitaux qui est dominant (modèle anglo-saxon), alors que le second repose sur une domination des banques. Nous montrerons que ces deux modèles peuvent être différenciés par deux types de relations entre les banques et les entreprises, le premier est basé sur des relations marchandes, à l'acte (ou de court terme) alors que le second repose sur des relations de type

* Maître de conférences en économie, Université de Lyon.

coopératif, à l'engagement (relations de long terme avec des banques du type des banques universelles en Allemagne). L'analyse de cette relation, qui comporte un double aspect de dette et de propriété, a fait l'objet de plusieurs travaux. Parmi les plus importants, nous retiendrons ceux de J. Stiglitz (1985), de M. Imai et H. Itami (1984), M. Aoki (1988) et enfin J.-L. Gaffard (1990). Pour notre part, nous mettrons l'accent sur ce que nous pourrions appeler la coordination entre les détenteurs de capitaux et les entreprises. Cette coordination peut être de nature marchande ou d'un autre type, par le biais des banques.

Ces deux modèles sont-ils indifférents par rapport à la croissance économique ou au contraire, l'un est-il supérieur à l'autre ? Les marchés financiers et les banques jouent-ils un rôle important dans la mise à disposition des capitaux. Nous montrerons que les éléments de différenciation pris en compte sont nombreux : contrôle des entreprises, nature des financements ou encore gestion des risques ; ces différences sont-elles suffisantes pour affecter le fonctionnement des entreprises ?

Cet article a, en premier lieu l'objectif de fournir un éclairage sur la pertinence de cette distinction, nous comparerons notamment les caractéristiques des systèmes allemand et britannique, puisque ce sont les pays les plus représentatifs de chaque système. Les questions relatives à ce sujet sont complexes, aussi privilégierons-nous deux aspects qui nous semblent fondamentaux : d'une part l'influence dans le mode de financement et d'autre part leur influence dans le contrôle des entreprises et dans leur décision d'investir. L'originalité de cet exercice tient dans le couplage des deux aspects puisque nous tiendrons compte du rapport éventuel entre la dette et l'actionnariat des entreprises.

Dans un second temps, et après avoir conclu que les différences relatives au financement sont en réalité peu importantes alors que l'influence sur le contrôle des entreprises l'est beaucoup plus, nous nous interrogerons sur la capacité de ces deux modèles à converger vers des caractéristiques communes, notamment dans le cadre de la construction européenne, cette convergence pouvant apparaître comme une condition nécessaire pour qu'il y ait convergence des politiques monétaires⁴.

EXISTENCE DE DEUX MODELES DE RELATION BANQUE-INDUSTRIE

I. Imai et H. Itami (1984) ont été les premiers à montrer que la relation banque-industrie pouvait être la distinction entre les modèles japonais et allemand, d'une part et le modèle américain, d'autre part, en les considérant comme deux formes très différentes d'affectation des ressources et de coordination. En effet, aux États-Unis, l'affectation du capital est essentiellement une caractéristique des grands groupes⁵ qui

répartissent les ressources entre les divisions, alors qu'au Japon, le financement interne étant moins important, le financement est davantage effectué par le recours au crédit bancaire⁶. L'hypothèse de l'existence de deux modèles de relations banque-industrie a été démontrée, en dehors de ces travaux, maintes fois reprise et, souvent, dans des contextes différents⁷.

*La relation banque-industrie et la justification de l'existence
de règles à la base des deux modèles*

En reprenant la typologie exposée plus haut, nous allons développer les deux modèles de relations banque-industrie, le modèle à l'engagement et le modèle à l'acte.

Le modèle de la relation dite « à l'engagement »

L'emprunteur, en général, et l'entreprise, en particulier, sont traités comme un cas spécifique avec lequel la banque s'engage dans un processus d'apprentissage organisationnel qui a pour objet la connaissance des besoins de l'entreprise et l'identification des produits bancaires qui y sont adaptés. Il s'agit donc de développer des compétences spécifiques à une relation avec une entreprise. Cette relation nécessite la mise en place de canaux d'information permettant à la banque d'acquiescer les renseignements nécessaires à son expertise. La qualité de la relation repose sur la capacité à traiter l'information, sur le savoir-faire spécialisé (dont la constitution résulte d'un processus cumulatif) et, enfin, sur la construction d'une relation spécialisée entre la banque et son client (nous dirons que la relation est institutionnalisée). Cette relation durable est plutôt de type coopératif car elle permet la création d'un actif spécifique⁸ (Partage des risques (sécurité), développement de produits financiers adaptés à l'entreprise et création d'une information spécifique relative à l'entreprise et à son environnement). Une proximité est créée progressivement grâce au développement d'une relation de confiance. Ces caractéristiques ont été révélées principalement par l'implication des banques dans les opérations de restructuration industrielle menées en Allemagne.

215

Le modèle de la relation dite « à l'acte »

Le deuxième modèle correspond à une relation banque-industrie dite « à l'acte ». La compréhension est globale et non plus personnalisée comme dans le cas précédent. La relation n'est plus de type coopératif, mais correspond davantage à un modèle de sélection reposant sur des mécanismes marchands. Elle met l'emprunteur dans une position de dépendance dont l'entreprise peut se défaire, en partie, en dispersant l'origine de ses ressources externes (pour ce faire, elle pourra avoir

recours, notamment, à l'augmentation de capital). Cette relation organise les rapports au marché, les principaux repères en sont les coûts, les prix et les quantités. La coordination et la sélection des projets sont réalisées par le biais des taux d'intérêt. La décision d'investissement est alors de type keynésien. Le taux d'intérêt indique à la fois le coût de l'emprunt (et donc la sélection des projets d'investissement) et le coût d'opportunité des placements (donc, la sélection des emprunteurs). Enfin, la flexibilité financière est assurée par le recours à l'autofinancement et, s'il se révèle insuffisant, par la diversification des sources de financement externes.

L'identification de deux cadres de fonctionnement des relations et leur dynamique

Ces relations peuvent en effet être suffisamment fortes pour déterminer le fonctionnement du système financier dans lequel elles s'inscrivent. On peut en distinguer deux modèles : d'une part un modèle de système financier orienté vers les banques⁹ ou basé sur les banques¹⁰ et d'autre part, un système orienté vers le marché¹¹ ou fondé sur le marché¹².

216 Dans le premier modèle, la relation de clientèle occuperait une place privilégiée. Les méthodes de traitement de l'information, qui reposent sur un regroupement de la dette et de la propriété, se traduisent par une réduction des coûts d'intermédiation. De plus, la concentration de la dette et de la propriété diminue le risque de la prise de contrôle¹³. En outre, l'efficacité des canaux d'information est assurée par la présence de représentants des banques au sein des conseils d'administration des entreprises clientes. La nature de ces relations est le préalable nécessaire à des interactions porteuses de processus d'apprentissage. Ce modèle concerne les pays d'Europe continentale (en particulier, l'Allemagne) et le Japon. Dans ces pays, l'endettement auprès des banques est relativement élevé et les banques jouent un rôle plus important dans le développement industriel, du fait de leur participation stable et de leur intervention plus fréquente dans les mécanismes de contrôle. La coordination entre les banques et les entreprises est réalisée grâce à des règles proches de celles définies plus haut avec la relation à l'engagement.

Dans le second modèle, les marchés sont fortement décentralisés car il existe une multiplicité de prêteurs¹⁴ et les méthodes d'évaluation des projets sont globales. Elles s'appuient, notamment sur la valeur boursière des entreprises. La capacité de financement d'une entreprise se mesure donc à sa rentabilité et aux critères fixés sur le marché boursier. La dilution de la propriété entraîne, pour les dirigeants, des coûts de contrôle de la société (il faut satisfaire les actionnaires) et une probabilité assez élevée de prises de contrôle sur le marché boursier. Cette situation

se traduit donc par une grande incertitude pour les dirigeants et par une attitude centrée sur le court terme afin d'éviter ce risque.

Ce modèle correspond à un mode polaire d'organisation de la relation banque-industrie et, plus généralement, d'organisation du système financier reposant sur des règles à l'acte. C'est le modèle que l'on retrouve dans les systèmes américains et britanniques. Là, en effet, les titres sont échangés sur des marchés dont la discipline est assurée par des mécanismes impersonnels. La coordination entre les banques et les entreprises est réalisée grâce à des règles proches de celles définies plus haut avec la relation à l'acte et donc par le biais des marchés financiers. La croissance des entreprises est principalement financée par les profits et par l'émission de nouveaux titres.

La dynamique des systèmes financiers

Il est nécessaire de s'interroger sur la dynamique et l'évolution de ces deux modèles : sont-elles les deux phases d'un même processus ou correspondent-ils à deux trajectoires différentes ? Deux conceptions théoriques s'opposent :

Une perspective évolutionniste

à laquelle il faut associer le nom de T. Rybczynski (1974, 1984) pour qui le système financier capitaliste passe par une succession d'étapes selon le principe de Rostow, en partant des institutions pour finir par le marché. Les modèles correspondent donc aux deux phases successives d'un processus de développement. Les systèmes financiers peuvent être classés en deux grandes catégories : les systèmes orientés vers la banque et les systèmes orientés vers le marché¹³. Dans le cadre de l'analyse évolutionniste présentée ici, les deux modèles se succèdent dans un processus de développement.

Le processus comporte alors trois phases :

- Avec la croissance économique, les revenus augmentent et la propension à épargner également. Les intermédiaires financiers apparaissent et assurent la collecte et la redistribution des ressources. Le système financier est alors orienté vers les banques.

- La deuxième phase correspond à une poursuite de la croissance économique et à l'apparition de marchés financiers et d'intermédiaires de marché dont la fonction est d'offrir de nouvelles opportunités de placement, grâce à la diversification des produits d'épargne. La durée des prêts s'allonge et les produits proposés intègrent une certaine part de risque.

- La dernière phase correspond à l'émergence de nouveaux marchés permettant de se couvrir contre les risques financiers (taux d'intérêt,

taux de change). Le système financier devient alors fortement orienté vers le marché ; les relations de clientèle disparaissent au profit de relations à l'acte reposant sur des mécanismes marchands.

Cette approche évolutionniste nous suggère quelques réflexions. Tout d'abord, les banques apparaissent avant le marché ; cette description vient contredire certaines analyses qui présentent la banque comme étant issue d'un processus permettant de pallier les défaillances du marché (il y a donc ici antériorité du marché). T. Chevallier-Farat (1992), par exemple, justifie l'existence des banques comme un moyen de réduire les coûts de transaction dans les relations financières. Il se profile donc, derrière le thème de l'antériorité, un débat relatif au rôle des banques : faut-il les considérer comme un moyen de parvenir ou, au contraire, comme un obstacle à la sophistication financière ?

Une approche néo-institutionnaliste évolutionnaire

Cette conception ne retient pas une trajectoire prédéterminée, mais elle repose sur un apprentissage mutuel entre la banque et l'industrie. Cette approche a été initiée par J. Zysman (1983), mais il faut lui associer les travaux de G. Dosi (1990) et J-L. Christensen (1992). Dans ce cas, les deux modèles peuvent coexister dans des pays différents, ils correspondent chacun à l'issue d'un processus ou d'une trajectoire historique propre à chaque pays.

Cette conception comporte une différence majeure par rapport à la présentation précédente relative aux travaux de T. Rybczynski. Ainsi, les systèmes financiers sont présentés comme étant alternatifs alors qu'ils étaient présentés comme des phases successives d'un processus de développement dans l'analyse théorique précédente.

Selon J. Zysman¹⁶, l'examen des structures financières nationales permet d'expliquer, à la fois le comportement des gouvernements en matière de politique économique et celui des entreprises. En effet, les systèmes financiers contraignent, dans une certaine mesure, les choix des entreprises ou tout au moins leurs possibilités. Il est alors possible de distinguer trois catégories de modèles à partir de trois critères :

- l'importance des marchés des capitaux (et des marchés de fonds prétables, c'est-à-dire des crédits effectués par les banques ou par les institutions spécialisées),
- le mode de fixation des taux d'intérêt (par le marché, par les institutions financières ou par le gouvernement)
- le mode d'intervention du gouvernement en matière de politique monétaire.

Tableau n°1
Les caractéristiques des systèmes financiers selon J. Zysman

Modèle	basé sur le marché	basé sur le crédit avec intervention du gouvernement	basé sur le crédit avec intervention des institutions
Degré d'autofinancement	élevé	faible	faible
Principale source de financement	actions et obligations	crédits bancaires	crédits bancaires à long terme
Fixation du taux d'intérêt	par le marché concurrentiel	par les autorités monétaires	par les institutions financières
Rôle des banques dans le financement	faible	important	très important
Nature des liens entre la finance et l'industrie	faibles, anonymes et standardisés	forts, personnels et spécifiques	forts, personnels et spécifiques
Mode d'influence	abandon de la relation et sortie de l'actionnariat	droit de vote et relation de clientèle	droit de vote et relation de clientèle
Ratio dette/capital	faible	élevé	élevé
Concentration du crédit et de la propriété	faible	élevée	très élevée
Type de règles utilisées	à l'acte relation marchande	à l'engagement relation coopérative	l'engagement relation coopérative
Coût du capital	faible	élevé	très élevé

établi à partir de J. Zysman et J.F. Goux (1994) et de travaux personnels

219

Ces critères déterminent trois modèles de systèmes financiers :

- tout d'abord, un système fondé sur les marchés des capitaux. La coordination est effectuée principalement par des mécanismes marchands notamment par le biais des prix.

- Ensuite, un système fondé sur le crédit, mais dans lequel les prix sont administrés par le gouvernement. Les institutions financières (principalement les banques) assurent le transfert de l'épargne vers les investissements. Les prêts à long terme sont contrôlés par le gouvernement (notamment en ce qui concerne les taux). Ce dernier opère, en outre, une discrimination entre les institutions afin de privilégier celles qui interviennent dans des secteurs prioritaires. Le gouvernement intervient donc fortement dans la coordination.

- Enfin, le dernier modèle renvoie à un système fondé sur le crédit, dominé par des institutions financières et dans lequel le gouvernement

ne joue qu'un rôle mineur. La fixation des prix est alors réalisée indépendamment de toute intervention de sa part et elle ne repose pas seulement sur des mécanismes de marché. La coordination est alors supportée par des mécanismes coopératifs.

Ces systèmes financiers ont des répercussions sur la nature du contrôle exercé au sein des entreprises. Dans les systèmes fondés sur le marché, le contrôle repose sur les actionnaires, alors que dans le système fondé sur la banque, ce mécanisme est remplacé par un contrat conclu entre le créancier et l'entreprise. En cas de difficultés financières, le contrôle est ainsi transféré en partie vers le créancier.

La thèse de J.-L. Christensen (1992) va plus loin. Elle repose largement sur l'existence de processus d'apprentissage tant dans le secteur industriel que dans les relations entre les banques et les entreprises. Elle s'intègre donc parfaitement dans le cadre d'une analyse institutionnaliste basée sur l'analyse des modes de coordination. Son point de départ est, tout comme dans la thèse de Zysman, la coexistence de systèmes financiers nationaux et l'observation de différences entre eux. L'interrogation porte sur l'influence de ces systèmes financiers sur l'existence de systèmes nationaux d'innovation.

Il faut alors considérer au moins deux types de processus d'apprentissage :

- l'un plutôt de type organisationnel, dans le secteur productif. Ce processus est d'autant plus long et incertain que le produit sera nouveau ;
- l'autre est plutôt de type institutionnel (relations entretenues par les entreprises vis-à-vis de leur environnement). L'adoption d'un comportement du type *risk adverse* de la part des banques constitue un obstacle pour le développement de projets d'innovation. Cependant, si les banques possèdent un niveau acceptable de connaissances relatives au projet, cet obstacle peut être contourné. La création d'institutions financières qui peuvent favoriser l'obtention de cette connaissance, puis sa conservation et sa diffusion. Il est alors nécessaire de s'interroger sur le rôle des relations entre les banques et les industries dans ce processus d'apprentissage, dans le processus d'acquisition d'informations, dans l'obtention de financement, mais également sur la surveillance des comportements.

Selon J.-L. Christensen (1992), il est nécessaire que des canaux et des codes d'informations (« common channels and codes of informations ») soient établis afin que l'échange d'informations soit efficace. Ces canaux et ces codes¹⁷ sont issus d'un processus d'apprentissage institutionnel. Les canaux fonctionnent d'autant mieux que la relation est ancienne. Il y a donc une réticence à chercher à construire de nouvelles relations qui impliqueraient la mise en place de nouveaux processus d'apprentissage institutionnel. Il faut également noter qu'un certain degré de cohérence

culturelle et sociale est indispensable afin de faciliter la construction et le maintien de relations entre prestataires et utilisateurs de services financiers. D'un côté, il doit y avoir création de connaissances relatives au contenu technique du projet mais aussi au secteur industriel concerné ; d'un autre côté, l'emprunteur doit acquérir des connaissances relatives au coût des différents financements, aux différents instruments financiers et aux innovations relatives à la finance d'entreprises. La relation établie entre la banque et l'entreprise sera d'autant plus préservée que l'échange et l'acquisition de compétences, le développement de savoir-faire en matière de direction d'entreprises (« management skills ») ainsi que la création de connaissances seront importants¹⁸. En d'autres termes, la relation sera d'autant plus durable que le niveau de l'apprentissage organisationnel sera élevé. A mesure que l'emprunteur acquiert la capacité de prévoir ses besoins financiers, liés au développement de projets, le banquier, lui, devient capable de développer des innovations financières répondant à ces besoins.

Cette analyse institutionnaliste explique l'existence des deux modèles de relations banque-industrie, comme étant le résultat de processus d'adaptation à des contextes institutionnels différents, ou à des contraintes nationales divergentes. Cette démonstration est l'objet de notre point suivant.

221

LE FINANCEMENT DES ACTIVITES INDUSTRIELLES

Aspects théoriques

Une relation prêteur-emprunteur

Considérer les banques comme des prêteurs, amène à considérer l'efficacité allocative des banques par rapport à celle des marchés. Pourtant, comme le note M. Dietsch (1993, b), peu de travaux ont été consacrés aux différences relatives à l'efficacité allocative entre les banques et les marchés ou même d'une banque à une autre¹⁹. Cependant, même si les tests empiriques sont rares, il est néanmoins possible d'émettre des hypothèses quant aux atouts des banques -par rapport aux marchés- en matière de crédit. L'existence d'une relation banque-industrie, reposant sur une relation de crédit, est liée à la capacité des banques à résoudre des difficultés engendrées par les imperfections des relations entre prêteurs et emprunteurs. En d'autres termes, les banques produisent des services qui justifient leur existence.

La littérature apporte quatre types de réponses qui justifient l'efficacité allocative des banques :

- les banques favorisent le développement d'économies d'échelle et de gamme²⁰ en permettant d'économiser des coûts en matière d'expertise,

de négociation, d'évaluation des risques et des actifs et de collecte des fonds. L'échantillon d'entreprises permet alors de calculer des probabilités de défaillance (E. Fama, 1980). Il y a donc une amélioration de la qualité de l'information traitée par les banques comparativement à celle traitée par un prêteur isolé. Ensuite, les banques peuvent compenser les pertes sur une activité grâce à une diversification de leur portefeuille de titres, de leurs activités ou encore de leurs emprunteurs. Enfin, on peut noter comme dernière source d'économies les garanties publiques de la valeur des dettes bancaires (contrôle prudentiel des banques, limitation des risques, accès des banques à la garantie du prêteur en dernier ressort).

- elles permettent de réduire ou de gérer les asymétries d'information, car elles ont la capacité de résoudre les problèmes créés par les asymétries d'information qui existent dans les relations entre prêteurs et emprunteurs, dans le cadre d'une relation principal-agent. Les entreprises sont considérées comme des agents qui œuvrent pour le compte de « principaux » : les détenteurs d'obligations et les prêteurs. Ces derniers attendent des dirigeants d'entreprises qu'ils ne prennent pas de risques démesurés dans leurs décisions. Ils espèrent que les titres seront remboursés. Il existe donc une divergence entre les objectifs des dirigeants, qui recherchent davantage le prestige et la croissance, et les objectifs des créanciers, qui recherchent d'abord la sécurité. La position des détenteurs d'obligations est délicate lorsqu'ils sont isolés ; en effet, ils ne disposent alors pas d'information relative à l'adéquation entre le comportement des agents et leurs objectifs. Cette asymétrie peut porter soit sur les résultats probables (*ex-ante*) des projets d'investissement²¹ soit sur les résultats de l'investissement *ex-post*²². Or, il apparaît que les banques ont des avantages en matière de traitement des difficultés d'information. Les banques ont la capacité d'imposer, dans les contrats de crédit, des clauses restreignant la tendance des emprunteurs à tirer avantages de l'asymétrie d'information par les lois sur les faillites, ou encore à faire respecter les règles implicites des contrats en cas de défaillances de l'emprunteur - et à tenir compte, d'autre part, des effets de réputation²³.

- elles sont une solution aux problèmes de coordination et d'assurance de la liquidité²⁴ et assure la transformation de la liquidité. Elles doivent assurer aux investisseurs ou aux déposants la possibilité de retirer, dans des délais brefs, les sommes placées. En outre, elles convertissent des actifs non liquides en dépôts liquides²⁵, ou encore des dépôts à court terme en prêt à long terme.

- elles permettent d'établir des relations de clientèle sur le long terme²⁶. La mise en avant des relations de clientèle sous-entend une dépendance des entreprises à l'égard des banques, celles-ci sont susceptibles d'influencer les décisions d'investissement des entreprises. Cette influence peut s'exercer par le biais des taux d'intérêt (dans l'optique

d'une analyse keynésienne) ou par le biais de la liquidité des entreprises (dans l'optique d'une analyse plutôt Hicksienne). Elles permettent de réduire les coûts d'accès à l'information et sont alors une solution aux relations principal-agent, grâce à l'instauration de mécanismes d'incitation²⁷. Si la relation de clientèle peut être analysée de diverses façons, toutes les analyses mettent l'accent sur les solutions coopératives qui en sont issues en rendant l'information symétrique.

Les aspects empiriques

Il est possible d'analyser la structure financière des entreprises, sous deux angles, soit à partir des mouvements de capitaux, mais ceux-ci sont particulièrement difficile à identifier, soit à partir de la structure du bilan des entreprises (non financières) et en analysant alors l'évolution de certains postes sur une période donnée. Les deux aspects sont forcément liés puisque que l'on peut expliquer, par exemple, une diminution des dettes bancaires par un mouvement net de capitaux allant des entreprises vers les banques. Cependant, dans un objectif de comparaison entre différents pays, cette approche présente quelques faiblesses, du fait notamment des différences pouvant exister entre les différents systèmes comptables.

Analyse des mouvements de capitaux

Les travaux de C. Mayer et de J. Franks nous semblent pionniers à cet égard. Ils sont relatifs à une analyse des comportements financiers des entreprises de différents pays industrialisés. Ils prennent en compte les flux moyens de capitaux²⁸ (pris sur une période 15 ans allant de 1970 à 1985).

Le tableau n°2 (qui met en évidence les ressources dans les tableaux de financement) même s'il met en évidence des divergences relativement nettes entre les différentes périodes et donc entre les différentes sources utilisées, montre que le financement interne est dominant dans tous les pays analysés. Ce financement comprend les bénéfices non distribués, c'est-à-dire les augmentations des réserves (autofinancement) et toutes les formes de provisions. En outre, il semble que la part de ce financement soit plus élevée dans les pays qui ont un système financier dominé par les marchés financiers. Ainsi, les augmentations de capital ne semblent pas participer de façon importante au financement de l'activité des entreprises, alors que les émissions d'obligations sont relativement importantes aux Etats-Unis. La principale source de financement externe correspond donc aux prêts bancaires, mais le fait majeur de cette analyse est que l'on ne peut pas discriminer les différents pays pris en compte sur la base de l'importance de ces dettes auprès des banques dans le financement des entreprises. Cette conclusion est en rupture par rapport à plusieurs études référant à des périodes précédentes.

Cette conclusion se retrouve dans d'autres travaux. Ainsi Edward et Fisher qui ont choisi une approche quelque peu différente n'ont pas trouvé de différences notables entre l'Allemagne et la Grande Bretagne à propos du financement bancaire²⁹. Enfin, nous pouvons noter la forte diminution de la part du financement par prêts bancaires en France et au Japon.

Les caractéristiques du financement ne divergent donc pas entre ces pays, la seule différence importante est relative au ratio qui rapporte le financement interne au financement total. Ce ratio est plus important pour les pays qui sont représentatifs des systèmes dominés par le marché financier. Dans le modèle basé sur les banques, ces dernières ne sont pas aussi présentes dans le financement des entreprises que l'on pouvait s'y attendre. Ceci s'explique par la volonté que les entreprises ont de s'adapter à un système bancaire défaillant. Les travaux de Sussman (1994) compliquent encore l'analyse. Il suggère en effet que le taux d'investissement affecte ces résultats. Un pays dans lequel on observe un faible taux d'investissement peut avoir un fort ratio de financement interne car les entreprises ont suffisamment de capitaux pour financer ces investissements. En revanche, lorsque ce taux d'investissement s'élève les entreprises doivent faire appel à d'autres financements et notamment à des financements externes. Les entreprises feraient donc appel aux banques afin d'obtenir des prêts lorsque le niveau de l'investissement est élevé, alors que lorsque ce niveau est faible les entreprises utiliseraient essentiellement leurs ressources internes³⁰.

Tableau n°2
Evolution de la structure des ressources
des tableaux de financements (comparaison de trois périodes
1970-1985³¹, 1987-1992 et 1990-1995³²)

Périodes	Etats-Unis			Grande Bretagne		Allemagne		France		Japon		
	1970 1985	1987 1992	1990 1995	1970 1985	1987 1992	1970 1985	1990 1995	1970 1985	1987 1992	1970 1985	1987 1992	1990 1995
autofinancement brut	85,9	82,14	79,26	102,4	87,1	70,9	71,49	61,4	54,45	57,9	54,44	66,10
transferts nets reçus en capital	-0,0	0,0	0,0	4,1	3,16	8,6		2,0	13,86	0,0	0,0	0,0
titres à court terme	0,4	0,82	0,375	1,7		-0,1		-0,1		0,0	0,0	
autres sources à court terme		-2,73	0,221		5,3	1		-1,4	2,48	-3,8	9,46	1,38
crédit fournisseur	-1,4	6,17	6,04	-1,1		-2,1		-0,6	4,68	-11,2	5,49	-4,34
obligations	11,6	14,29	10,18	-1,1	7,5	-1,0	29,51	1,6	0,9	2,1	7,02	6,39
actions	1,1	-2,58	2,74	-3,3	1,16	0,6		6,3	13,33	4,6	10,41	7,51
emprunts à long terme auprès des banques	24,4	8,96	-0,765	7,6	3,5	12,1		37,3	10,24	50,4	13,09	23,05
ajustement statistique	-5,1	-7,7	1,95	-13,4	-7,72	10,0		-6,4	0,06	0,15	-0,09	
	100,0	100,0	100,0	100,1	100	99,9		100,1	100,0	100,0	100	100,0

* Chaque taux est calculé par le ratio valeur du poste ressource/total des emplois, ceci explique l'existence de l'écart statistique.

Source : établi à partir des documents de l'OCDE, statistiques financières, part III (années 1982 à 1996).

Analyse de la structure du capital

Il existerait sur ce point une relation entre nature du système financier et structure du bilan des entreprises. La part des actions semble effectivement plus importante dans les pays représentatifs des systèmes financiers dominés par les marchés financiers. L'explication de ce fait repose sur le fait que l'émission d'actions dans ces pays est plus attractive alors que le coût des prêts bancaires est plus intéressant dans les autres pays. Pourtant, là encore, ces idées communément admises doivent être nuancées puisque la tendance dénote un rapprochement des situations des différents pays. De plus, une étude publiée par la Bundesbank

(1994), montrait que la part des actions ne différait pas de façon significative.

Tableau n°3
Structure du passif de bilans

Périodes	États-Unis			Grande Bretagne		Allemagne			France			Japon	
	1982	1989	1994	1982	1990	1982	1989	1994	1982	1989	1992	1987	1994
Fonds propres :	67,9	55,0	48	48,3	47,7	34,6	39,4	39,7	29,6	33,3	38,8	19,2	20,1
- actions				9,59	7,47	13,6	13,1	12,2	9,79	12,8	15,8	4,8	5,1
- réserves				38,62	39,72	6,5	5,7	5,6	19,7	20,4	22,9	14,4	14,9
- Provision						14,3	20,7	21,9					
Réserves cumulées pour amort.						5,8							
Passif à court terme	15,1	15,4	21,8	43,77	33,68	42,1	44,2	44,7	53,4	37,9	37,6	56,5	46,8
Passif à long terme	17,0	29,5	36,7	7,99	18,67	17,1	15,9	15,2	16,8	28,8	23,5	24,1	32,9
dont banque	5,85	7,96	10					13		21,4	17,7	20,7	28,5
autre passif						0,33	0,35	0,35					
				100,1	100	99,9	100	100	100	100	100	100	100

Source : établi à partir des documents de l'OCDE, statistiques financières, part III (années 1982 à 1996).

Tableau n°4
Taux d'autofinancement

Périodes	Etats-Unis		Grande Bretagne		Allemagne		France		Japon	
	1982	1995	1982	1995	1982	1995	1982	1995	1984	1995
taux d'autofinancement	70,71	85,9	54,58	64,49	54,9	73,28	21,72	54,76	40,25	62,31

Source : établi à partir des documents de l'OCDE, statistiques financières, part III (années 1982 à 1996).

Les systèmes orientés vers les banques (ou basés sur le crédit) sont identifiés par un rapport des dettes bancaires sur le total des engagements externes assez élevé. Le tableau suivant met en évidence ce rapport. Des différences peuvent apparaître en fonction de la spécialisation des banques et de la segmentation des produits.

Tableau n°5
Importance des prêts bancaires*

	Etats-Unis	Grande Bretagne	Allemagne**	France	Japon
1984	8,13	16,57		28,09	40,3
1989	8,95	13,79		20,34	37,8
1995	9,02	13,54	environ 32	22,06	40,2

* dans les engagements des entreprises industrielles (prêts à court terme et à long terme en % du total des engagements) : nous avons considéré les rubriques 5.2.2. (short-term borrowed funds : loans from financial institutions) et 6.2.3. (long term liabilities : owed to financial institutions).

** La loi comptable allemande ne permet pas d'effectuer de telles comparaisons. Les tendances montrent tout de même un assez forte proportion des crédits bancaires dans le financement des entreprises allemandes (la valeur de cet indicateur se situe à un niveau d'environ de 32%).

Source : établi à partir des documents de l'OCDE, statistiques financières, part III, (années 1982-1995).

En France et au Japon, les crédits représentent respectivement 22 % et 40 % du total des engagements ; ils sont nettement moins importants en Grande-Bretagne (13,54 %) et aux États-Unis (9,02 %). Certaines tendances peuvent être observées.

Le mode de financement a des répercussions sur le ratio dettes/capital (« debt/equity »). Il est, *a priori* plus élevé dans les pays dont le système financier est considéré comme orienté vers les banques, ceci en raison des relations étroites qui existent entre les prêteurs et les emprunteurs. En effet, les banques ayant une plus grande capacité à surveiller et une meilleure connaissance du comportement des entreprises, elles sont susceptibles d'accepter un plus fort endettement des entreprises clientes. Enfin, on peut admettre un argument supplémentaire, en l'occurrence, le faible développement des marchés de capitaux et, par voie de conséquence, la relative difficulté d'y trouver des capitaux. D'un point de vue empirique, il apparaît effectivement dans le tableau suivant que les États-Unis et la Grande-Bretagne enregistrent un ratio dettes/capital plus faible que l'Allemagne, la France et le Japon, mais cette différence n'est pas très nette et en tous les cas de plus en plus faible.

227

Tableau n°6
Structure du financement des entreprises. (ratio dettes/capital)

	Etats-Unis	Grande Bretagne	Allemagne	France	Japon
1982	0,22	0,53	0,59	0,81	0,77
1989	0,42	0,53	0,60	0,69	0,69
1995	0,55	0,52	0,62	0,60	0,67

Source : établi à partir des documents de l'OCDE, statistiques financières, part III, (années 1982-1996).

Dans la littérature, les marchés financiers sont souvent décrits comme des composantes importantes du développement financier ; mais cette analyse ne correspond pas à la réalité. Ces chiffres illustrent parfaitement la conception libérale selon laquelle, seule la libre circulation des capitaux permet d'assurer une allocation optimale des ressources nécessaires au développement. Il semble alors qu'un amoindrissement du rôle des banques dans l'économie dans la distribution des ressources financières constitue un facteur d'efficacité. Aux États-Unis, en 1970, le taux d'intermédiation des banques était de 80 %, il est descendu à 20 % en 1990. La contrepartie en a été un développement du marché des valeurs mobilières. Pourtant, nous avons vu que cette conception libérale était soumise à caution. Globalement, les différences dans la structure du financement des entreprises ne sont pas aussi nettes que nous pouvions le prévoir

Lorsque l'on cherche à expliquer l'influence du système financier sur le fonctionnement des entreprises, il est important de prendre en considération, outre la nature des relations entre prêteurs et emprunteurs, la structure de la propriété. Celle-ci, en effet, influence le choix entre l'endettement et les actions pour le financement de projet. Elle joue un rôle, également, dans la capacité des banques à surveiller, voire à intervenir dans le comportement des entreprises. L'un des facteurs essentiels pour l'analyse des systèmes financiers et du fonctionnement de la relation banque-industrie est donc la concentration du capital des entreprises³³.

Une relation de propriété et de contrôle

Les relations entre les banques et les entreprises ne correspondent pas uniquement à une relation prêteur-emprunteur : elles peuvent s'accompagner d'une relation de propriété. Les banques peuvent donc être insérées dans la structure actionnariale des entreprises, ce qui correspond à la structure de gouvernement d'entreprises (corporate governance). Cette notion fait référence à l'ensemble des mécanismes organisationnels ou institutionnels (contrôle des droits de vote, implication dans la prise de décisions) qui permettent de résoudre les conflits d'intérêt susceptibles d'apparaître entre les différents groupes qui composent l'entreprise. Dans ce contexte les banques peuvent jouer un rôle essentiel puisqu'elles n'ont pas seulement une fonction de créancier, mais peuvent également nouer des relations de propriété. Cette relation de propriété peut être analysée de manière isolée, sous la forme d'une relation principal (l'actionnaire) - agent (les dirigeants) ou bien, en tant que complément à la relation prêteur-emprunteur.

La théorie principal-agent

Cette théorie prend en compte l'existence de conflits entre les actionnaires et les dirigeants, dans les sociétés par actions, puisqu'il y a une séparation entre les actionnaires et les dirigeants. L'hypothèse de base est que les dirigeants ne détiennent aucune part significative du capital. Il y a donc séparation complète entre l'assumption des risques et la prise de décision. Il existe deux modes de résolution des conflits : les systèmes externes (par les marchés) et les systèmes internes (par le biais des conseils d'administration).

Les systèmes³⁴ de contrôle externe

Le contrôle repose sur des mécanismes de marché qui contraignent les dirigeants des entreprises à les gérer en fonction des intérêts des actionnaires. Un premier mécanisme est fondé sur le fonctionnement du marché du travail, sur lequel est évalué le capital humain des dirigeants. Si la prétention du dirigeant, en termes de rémunération, est excessive par rapport à celle sur le marché, il sera évincé. Ce mécanisme ne semble pas jouer un rôle prépondérant tant au niveau théorique qu'empirique.

Le deuxième mécanisme repose sur le marché financier qui apparaît être un marché du contrôle. Les mécanismes de contrôle interviennent à plusieurs niveaux. Tout d'abord, les actionnaires mécontents peuvent revendre les titres, entraînant ainsi une baisse de leur cours. Ensuite, le marché financier permet la prise de contrôle d'une entreprise par une autre³⁶.

229

La fonction d'évaluation est spécifique à chaque actionnaire. Elle repose avant tout sur les informations obtenues sur le marché boursier. Elle peut dépendre du rapport entre le coût de l'action et le bénéfice de l'action ou du rapport entre la valeur boursière de l'entreprise et la valeur comptable de ses actifs (taux d'évaluation). Si les actionnaires pensent que l'entreprise est trop défavorisée par rapport aux autres, ils peuvent soit essayer de ramener les dirigeants à un comportement qui leur est plus favorable (notamment si les actionnaires détiennent une part significative du capital), soit vendre leurs actions. Si le taux d'évaluation est inférieur à 1, cela signifie que la valeur des actifs de l'entreprise est supérieure à la valeur en bourse. L'entreprise est donc une excellente affaire sur le marché boursier puisque les actifs sont payés en dessous de leur valeur comptable. Ainsi, si la valeur de l'action est supérieure au taux d'évaluation, les actionnaires resteront propriétaires ; dans le cas contraire, ils vendront. Cependant, la nature des actionnaires³⁷ et la concentration du capital sont déterminantes.

Ce système de contrôle qui repose sur des mécanismes de marché possède donc deux principes essentiels :

- le dirigeant est incité à suivre l'intérêt des actionnaires, en maximisant par exemple la valeur de l'action ;
- cette convergence des intérêts est réalisée grâce au marché financier qui assure la transaction des titres et qui permet la fixation d'un cours en fonction des anticipations relatives aux dividendes futurs. En achetant des actions, les actionnaires sont dans la mesure d'exercer une influence sur les dirigeants de l'entreprise afin qu'ils poursuivent des trajectoires qui leur sont favorables.

Les entreprises des pays qui possèdent des systèmes financiers dominés par le marché ont les caractéristiques du contrôle externe :

- un grand nombre d'entreprises cotées sur le marché boursier et dont les actions et les droits de vote y sont échangés ;
- un marché du capital qui assure la fluidité des transactions et sur lequel les entreprises peuvent lancer des opérations de prise de contrôle ou de prise de participation ;
- peu de participations croisées entre les entreprises.
- importance des fonds de pension qui sont de gros actionnaires mais qui ne participent pas activement au contrôle des entreprises.

Les systèmes de contrôle interne

230

Le fonctionnement des systèmes internes repose sur l'hypothèse selon laquelle, les entreprises trouvent leur avantage, ainsi que les actionnaires. Les systèmes de contrôle interne sont de trois types : le droit de vote des actionnaires, le conseil d'administration et la hiérarchie. Le rôle principal du droit de vote est de permettre l'exercice du contrôle qui va de pair avec l'assumption du risque. Dans une analyse contractuelle, il permet de pallier les inconvénients d'une incomplétude des contrats. Le conseil d'administration, quant à lui, joue un rôle essentiellement dans les cas où l'actionnariat est diffus, c'est-à-dire lorsqu'il y a une forte séparation entre les risques assumés par les actionnaires et les décisions prises par les dirigeants. Son fonctionnement repose sur la présence d'administrateurs non dirigeants (externes). Ils ont alors pour mission d'arbitrer les différents entre dirigeants, différents qui sont exposés lors des réunions du conseil d'administration. Cette fonction requiert, outre une compétence spécifique, une absence de collusion avec les dirigeants.

Le fonctionnement du système interne repose sur deux caractéristiques essentielles :

- Les dirigeants n'agissent pas uniquement dans l'intérêt des actionnaires, mais dans l'intérêt de tous les groupes qui constituent la coalition (les prêteurs, les employés, le gouvernement, les partenaires industriels,...) au travers des relations de long terme.
- de ce fait, le *supervisory board* représente les différentes parties prenantes. De plus, en donnant l'opportunité aux entreprises de prendre

des participations croisées (avec des échanges de dirigeants), il y a une mise en place de mécanismes de contrôle réciproques. Enfin, ces relations réciproques favorisent le développement d'un actionnariat stable. Dans ce contexte, les banques interviennent à la fois comme prêteur et actionnaire³⁸ et sont alors représentées au conseil d'administration. En outre, la relation observée entre les banques et les industries au sein de ce modèle permet un partage des risques³⁹.

L'influence du contenu de la relation banque-industrie sur le comportement de l'entreprise a été abordée, dans un premier temps, par J. Schumpeter (1934, p 69)⁴⁰, puis, par M. Aoki et G. Dosi (1992). Tous ces auteurs identifient l'entreprise à partir (ou en fonction) de ses capacités et de ses compétences⁴¹. Ils distinguent trois caractéristiques susceptibles d'influencer le comportement de l'entreprise : la structure (hiérarchique ou orientée vers la concertation), la nature des incitations (marchandes ou internes à l'organisation) et les relations avec les banques.

Les deux auteurs distinguent enfin quatre modèles de relations banques-industries : le modèle M, (relations marchandes du type des relations à l'acte), et les modèles RB (« relational banking »), WB (« weak bank control mode ») et SB (« strong bank control mode »). Dans un système orienté vers la banque (qui regroupe les trois derniers cas), les relations entre les banques et les entreprises ne reposent pas uniquement sur les caractéristiques relatives au taux d'intérêt mais également sur la nature du contrôle et ses caractéristiques fixées *ex-ante*. La banque n'intervient pas, tant que la situation ne le requiert pas (c'est-à-dire, notamment, que la relation se déroule sans heurt, selon les conditions prévues au départ) ; en revanche, en cas de crise, la banque manifeste sa puissance en jouant de tout son poids sur la réorganisation (changement de dirigeants, par exemple) ou la liquidation des entreprises.

Le modèle orienté vers les banques est le seul compatible selon M. Aoki et G. Dosi avec un développement de la règle coopérative au sein d'un réseau qui se noue autour des relations financières et personnelles.

En croisant ces trois critères (structure, nature des incitations et nature de la relation avec les banques), les auteurs obtiennent une typologie. Certaines combinaisons étant peu plausibles, ils n'en retiennent que quatre, dont deux correspondent aux modèles déjà décrits :

(a) - H-M-M⁴² : Ce modèle correspond à la combinaison d'une coordination hiérarchique, avec des incitations de type marchand et un contrôle financier basé sur le marché. Il correspond le mieux à une analyse de l'entreprise comme nœud de contrats et de relations d'agence et donne une image assez proche des entreprises britanniques et américaines. Ce modèle est basé sur la diffusion de la règle marchande.

(b) - S-R-WB : Ce modèle correspond à une combinaison de mécanismes internes de coordination, d'une structure d'incitation de type hiérarchique (*rank hierarchies*) avec un faible contrôle bancaire. Ce modèle est illustré, notamment par le fonctionnement des entreprises japonaises.

La conclusion des auteurs est donc que la relation banque-industrie à l'engagement (représenté par le modèle WB) s'intègre dans un modèle beaucoup plus large qui favorise la diffusion de la règle coopérative. En revanche, la relation banque-industrie à l'acte (représenté par le modèle M) s'intègre dans un modèle beaucoup plus large qui favorise la diffusion de la règle marchande.

Les travaux de G. Dosi (1988) permettent d'approfondir cette description en montrant que les modèles orientés vers le marché (Etats-Unis et Grande-Bretagne) n'ont qu'une vue à court terme du marché des capitaux et conduisent les entreprises à attacher une importance disproportionnée aux succès obtenus en matière de placements et à négliger les engagements à long terme en matière d'innovation et de la croissance. En Europe continentale et au Japon, en revanche, les banques ont un comportement conservateur qui a tendance à décourager les innovateurs. La capacité des investisseurs à allouer des fonds pour certains projets présente un caractère cumulatif. Les banques effectuent donc des choix plus compétents au fur et à mesure qu'elles développent des connaissances spécialisées, qu'elles favorisent l'utilisation de processus d'apprentissage au détriment de la sélection et qu'elles cherchent, enfin, à développer et à reproduire des structures industrielles concentrées et relativement stables. G. Dosi estime que les systèmes orientés vers les marchés relèvent plutôt des pays situés à proximité de la frontière technologique. Dans ce cas la diversité et la recherche constituent souvent des facteurs essentiels du progrès technique- Nature des règles et modes de financement.

Structure de la propriété et rôle des banques

En Grande Bretagne, plus de 80 % des grandes entreprises (soit environ 2 000 entreprises) sont cotées sur le marché boursier ; la capitalisation boursière totale représente environ 80 % du Produit Intérieur Brut et les deux tiers de cette capitalisation sont détenus par des institutions (fonds de pension, compagnies d'assurances) qui adoptent un comportement opportuniste, orienté vers la spéculation. En Allemagne, le nombre des entreprises cotées est inférieur à 700. En France, ce chiffre est inférieur à 500. La capitalisation boursière, en France et en Allemagne, représente environ 25 % du PIB.

Notre objectif est, ici, de définir la nature du pouvoir et sa frontière. Nous chercherons à savoir si le pouvoir est détenu par l'actionnaire

(modèle anglo-saxon) ou s'il est, au contraire, détenu collectivement par les actionnaires et les dirigeants de façon à développer des consensus (modèle continental). Dans ce dernier cas, il y a valorisation de la réussite collective envisagée sur le long terme. En outre, il est nécessaire de considérer le rôle des banques dans l'exercice du pouvoir.

Évolution de la concentration de la propriété et rôle des banques

Si le marché financier est efficient et liquide, si l'actionnariat est dispersé, alors les investisseurs sont assurés d'une facilité de sortie et sont, en outre, faiblement incités à exercer le contrôle qu'ils peuvent détenir sur l'entreprise (les entreprises). Une telle situation est propice aux O.P.A.. C'est que l'on peut observer en Grande-Bretagne, où un grand nombre de petits actionnaires doivent être consentants pour vendre, mais aucun investisseur ne peut être identifié. Cette caractéristique a des enjeux économiques non négligeables, si l'on considère, qu'un actionnariat aussi dispersé peut être sensible aux offres faites par d'autres investisseurs. En effet, puisque chaque actionnaire a un poids négligeable sur la ligne de conduite suivie par l'entreprise et que sa décision n'affecte pas le choix des autres, il évalue l'offre en ne tenant compte que de son intérêt financier propre. Bien entendu, si tous adoptent la même attitude, alors les décisions de vendre engendreront un changement dans le comportement de l'entreprise. En effet, même si les investisseurs prennent l'engagement de maintenir la politique de l'entreprise, ils n'auront pas forcément les moyens de le faire. Les autres actionnaires (clients, fournisseurs, ou encore partenaires) qui requièrent des engagements de long terme de la part des investisseurs pourront se décourager face à une telle situation. Dans ce contexte, il est très difficile pour les dirigeants d'adopter une optique de long terme, puisqu'il leur faut, avant tout, satisfaire leurs actionnaires (de façon à stabiliser l'actionnariat) même si cela passe par la poursuite d'engagements à court terme.

233

En revanche, si l'actionnariat est concentré (c'est le cas en Allemagne), les actionnaires sont non seulement invités à surveiller mais aussi à influencer les dirigeants pour qu'ils agissent selon leurs objectifs. Dans les modèles français et allemand, chaque actionnaire a conscience que s'il vend sa participation, cela aura des conséquences importantes sur le comportement de l'entreprise. Seuls les petits actionnaires (que nous désignerons sous la dénomination d'« actionnariat dispersé ») peuvent être sensibles aux offres présentées par d'autres investisseurs. On pourrait utiliser ces observations pour la compréhension de la structure institutionnelle des entreprises. On peut également s'intéresser au rôle des banques dans l'économie, aux contraintes qu'elles sont susceptibles de faire peser sur d'autres acteurs (organisation du pouvoir) et à l'évolution de leur comportement et des règles de coordination à l'égard de

certaines acteurs, notamment, les entreprises industrielles. Il convient, pour ce faire, d'analyser le poids des banques dans l'actionnariat des grandes entreprises. Le tableau ci-dessous permet de visualiser les participations de plusieurs catégories d'actionnaires (particuliers, entreprises non financières, entreprises financières et Etat). Il est construit autour de deux critères : la nature du propriétaire (i) et le pourcentage de participation détenue (j). Il indique, pour chaque pays, le pourcentage d'entreprises de l'échantillon (200 entreprises dans chaque pays) ayant pour actionnaire i avec une participation j :

Tableau n°7
Répartition des actions
entre les différentes catégories d'actionnaires*
(comparaison entre la Grande-Bretagne et l'Allemagne).

Nature du propriétaire	Participation (en % du nombre total d'actions)												Total	
	x<5		5<x<9,9		10<x<24,9		25<x<49,9		50<x<74,9		75<x		All	GB
	All	GB	All	GB	All	GB	All	GB	All	GB	All	GB		
Individus	19,2	7,1	17,2	8,1	12,3	25,3	18,4	37	22,6	16	21,1	2,2	18,9	10,1
Entreprises non financières														
-domestiques	19,2	6,3	25	4,5	30,1	12,4	21,1	10,9	49,2	8	46,3	20,9	36,1	7,3
-étrangères	6,4	1,8	6,3	2,9	2,7	7,2	5,3	26,1	9,4	12	21,4	72,5	11,7	7,0
Entreprises financières :														
- banques	20,5	13,4	20,3	8,8	23,3	5,2	18,4	6,5	2,8	4	0,6	2,2	10,8	10,2
- assurances	16,7	23,8	26,5	21,3	12,3	4,1	19,3	6,5	3,8		4,2	2,2	10,6	18,8
- fonds	2,5	47,3	3,1	53,7	8,2	45,8	3,5	13,0	0,9		0,6		2,8	44,6
Etat	15,4	0,3	1,6	0,7	11	-	14	-	11,3	60,0	5,8	-	9,1	2,0
Total (en %)	9,5	48,6	7,8	31,0	17,8	10,5	13,9	2,6	12,9	2,4	38,1	4,9	100	100

Sources : Annuaires statistiques, DAFSA et Duns et Bradstreet,

* Il s'agit des actionnaires déclarés.

En Grande-Bretagne, 48,6% des actionnaires possèdent une participation inférieure à 5 % et seulement 5% en ont une supérieure à 75 % : l'actionnariat est donc très dispersé. En Allemagne, la concentration est plus forte : 9,5 % des actionnaires détiennent une participation inférieure à 5 % et 51 % ont une participation qui leur permet d'avoir la majorité absolue. En Grande-Bretagne, 44,6 % des participations sont détenues par les fonds et, au total, ce sont 73,6 % qui sont détenus par le secteur financier, mais leur participation est souvent assez faible est très souvent inférieure à 5%. Les acteurs institutionnels sont donc des

actionnaires importants, mais leurs participations sont dispersées, leur placement est plutôt orienté vers la recherche de taux de rentabilité des capitaux investis. En Allemagne, les entreprises sont les principales actionnaires avec 36,1 % du total contre 24,2 % pour les acteurs du secteur financier, avec des participations plus importantes que celles observées en Grande-Bretagne. Il faut également noter le poids important des particuliers dans l'actionnariat (près de 19 %) ; ils comprennent, à la fois les actionnaires individuels qui ont de faibles participations, et les familles qui ont des participations plus importantes. Il est nécessaire de prendre en compte cette catégorie, puisqu'elle a un rôle à jouer dans le poids des banques, ainsi que nous le verrons plus loin.

En général, la concentration de la dette ou de l'actionnariat incite les créanciers et les actionnaires à surveiller davantage les résultats et la stratégie à long terme de l'entreprise et à exercer une régulation de l'extérieur.

La concentration semble être, également, tout à fait bénéfique dans le cas de difficultés financières au sein de l'entreprise. Dans ce contexte, de fortes relations banque-industrie (selon le modèle allemand, dans lequel la banque détient une part importante de la dette accompagnée d'une prise de participation) peuvent se révéler favorables à l'entreprise. Le contrôle exercé par les banques est particulièrement important dans le cas des banques-maisons («house bank») qui sont les créanciers principaux d'une entreprise. Les banques cherchent à développer le contrôle des dirigeants, en raison de leur grande exposition au risque et des possibilités limitées d'issue favorable, en cas de crise. Cette relation s'accompagne très souvent de relations nouées autour des échanges de dirigeants. Cette présence s'explique facilement par le fait qu'un actionnaire détenant une participation importante a, non seulement, les moyens (par les droits de vote) mais, également, intérêt à être représenté au sein de ces organes (conseil d'administration ou conseil de surveillance et directoire). Le tableau suivant présente le degré d'accompagnement entre les relations de personnel et les relations de capital. Il indique les pourcentages des situations dans lesquelles, pour chaque niveau de participation, les entreprises envoient également un dirigeant dans les organes de direction (« supervisory board ») de l'autre entreprise. En Allemagne, la relation entre les deux est assez forte, alors qu'elle est assez faible en Grande-Bretagne.

Tableau n°8
Taux d'accompagnement entre les relations
de personnel et les relations de capital

	Importance de la participation (en %)					
	<10	10-24,9	25-49,9	50-74,9	75-94,9	95-100
Allemagne	22,5	50,6	61,5	68,8	51,3	64,8
Grande-Bretagne	0,8	7,1	négligeable	négligeable	négligeable	12,5

En Allemagne, la concentration de la propriété est élevée, ce qui signifie que les entreprises possèdent des participations importantes dans d'autres entreprises et que la relation entre les deux types de réseaux (réseaux financiers et réseaux de dirigeants) est forte. Les relations entre les dirigeants renforcent donc les prises de participation élevées. Cela se vérifie d'autant plus que l'actionnaire est une banque. En revanche, en Grande Bretagne, on observe une concentration du capital plus faible, et une relation entre les deux types de réseaux plus faible également.

Théoriquement, la concentration de la dette a des avantages pour l'entreprise et, tout particulièrement, en période de difficultés financières, de menaces d'O.P.A. ou de prise de contrôle. Le créancier le plus important est d'autant plus motivé à résoudre une « crise » financière que le montant de sa créance est significatif et il s'implique, souvent directement, en prenant des mesures qui permettent de répartir les bénéfices sur une longue période. La concentration augmente la capacité de contrôle par les extérieurs (et donc des créiteurs). Lorsque la dette n'est pas concentrée, un phénomène de cavalier seul (« free rider ») peut apparaître : les petits créanciers espèrent tirer bénéfice d'une résolution de la crise négociée avec les autres créanciers ou avec les dirigeants. Ils ne prennent aucune initiative eux-mêmes, car cela peut s'avérer trop coûteux et prendre trop de temps ; ils ne souhaitent pas, non plus, revoir à la baisse leurs revendications contractuelles, car ils pensent que cela n'affecterait pas de manière significative le cours des négociations.

Dans le cas de la relation banque-industrie, il est nécessaire de prendre en compte les conséquences de cette relation sur la nature de la régulation et sur la nature de la décision de financement de la firme⁴³. Le caractère spécifique de ce modèle repose sur le fait que le créancier principal est également un actionnaire très important de l'entreprise. Ce fait réduit le risque de conflits d'intérêts entre les deux groupes. Dans l'hypothèse de difficultés financières de l'entreprise, cette relation est largement utilisable. L'étendue du conflit entre les actionnaires et les créanciers est réduite. Les banques allemandes agissent d'une manière

qui se rapproche davantage de celle d'un actionnaire important que de celle d'un créancier. Cela s'explique soit par le fait qu'elles sont également actionnaires, soit parce qu'elles estiment qu'il est plus intéressant de développer une perspective sur le long terme. Dans ce pays, en effet, les participations importantes sont généralement stabilisées et constituent donc une protection naturelle contre les O.P.A. inamicales. Les banques jouent, en fait, un rôle important, même si leur poids est sous-évalué par leur part dans l'actionnariat.

La banque en tant qu'intermédiaire entre actionnaires ultimes et entreprises

Elles disposent, en effet, de droits de vote qui leur permettent d'influencer les décisions, bien au-delà de ce que ne pourrait le laisser croire le montant de leur contribution au capital. Cette influence importante peut être analysée soit comme une cause, soit comme une conséquence de la faiblesse du marché boursier allemand qui est à la fois plus petit et moins liquide que les marchés anglo-saxons. Le tableau suivant distingue la participation détenue par chaque catégorie d'actionnaires dans les 171 plus grandes entreprises industrielles allemandes. Ces résultats renforcent l'idée selon laquelle la puissance des banques allemandes n'est pas basée uniquement sur la propriété des entreprises allemandes, mais également sur le fait qu'elles servent d'intermédiaires entre les entreprises et les actionnaires ultimes.

237

En Allemagne, le véritable pouvoir des banques dans l'industrie est, en réalité, issu des droits de vote « proxy ». Les banques sont autorisées à représenter, dans les assemblées, les actionnaires -dont elles gèrent les titres- et à voter pour eux si elles n'ont pas reçu d'instructions contraires. En effet, la plupart des petits actionnaires, considérant les banques comme des « leaders d'opinions » et comme étant les mieux informées, les autorisent à utiliser les possibilités des droits de vote proxy.

Tableau 9
Proportion des différentes catégories d'actionnaires dans le capital
de 171 entreprises allemandes cotées en 1995

% de participation	Autre entreprise allemande	Compagnie d'assurance	Investisseur Institutionnel	Famille	Banques
0-5%	2	0	2	4	1
5-15%	18	5	12	5	18
15-25%	6	0	10	7	3
25-50%	17	3	19	11	15
50-75%	20	0	9	19	1
75-100%	17	0	2	9	0
non précisé	0	0	0	3	1
Total	80	8	54	58	39

Sources : Annuaire DAFSA et Duns et Bradstreet Annuaire CommerzBank.

Ce tableau construit à partir de l'actionariat de 171 groupes allemands met en évidence la nature et l'importance des différents actionnaires. Les totaux ne permettent de retrouver les 171 entreprises étudiées puisque pour une entreprise, nous avons souvent identifié et recensé plusieurs actionnaires (239 actionnaires recensés pour 171 entreprises).

En effet, l'actionariat des banques est très dispersé mais toutes les tentatives, de la part d'un actionnaire ultime, en vue d'acquérir une participation permettant de contrôler et d'influencer les dirigeants de la banque, doivent être soumises à l'approbation de la banque centrale allemande (la Bundesbank). Les banques agissent de façon indépendante par rapport aux actionnaires ultimes, elles contribuent à stabiliser l'actionariat. Elles participent ainsi à la mise en place d'un pouvoir consensuel. Cette capacité est renforcée par la mise en place de votes proxy ; lorsqu'un actionnaire achète des participations par l'intermédiaire de sa banque, celle-ci généralement en assure également la garde. La banque peut, en outre, rendre à ses clients des services tels que la perception des dividendes ou la participation aux résolutions des entreprises. Dans ce dernier cas, la banque, nous l'avons vu, peut voter au nom et pour le compte des actionnaires dont elle détient le portefeuille. Elle leur annonce alors quelles sont ses intentions de vote, pour chacune des résolutions proposées par l'entreprise. Si l'actionnaire n'émet pas d'objections, alors la banque votera au nom de l'actionnaire, mais selon ses intentions propres. Voici une liste des droits de vote détenus par les banques et relatifs aux plus grands groupes industriels allemands.

Tableau n° 10
Total des droits de vote détenus par les banques
(compte tenu des votes proxy)

	Deutsche Bank	Dresdner Bank	Commerzbank	Total
Volkswagen	3 %	4 %	1 %	8 %
Siemens	18 %	11 %	4 %	33 %
Daimler-Benz	46 %	19 %	1 %	66 %
Bayer	31 %	17 %	7 %	55 %
Thyssen	9 %	11 %	12 %	32 %
MAN	7 %	9 %	14 %	30 %
Metallgesellsc.	16 %	49 %	0 %	65 %
Hoescht	26 %	16 %	17 %	59 %
Continental	23 %	10 %	6 %	39 %
Boge	0 %	0 %	26 %	26 %

Nous avons donc montré dans cette section que si la nature du système financier affectait moins que prévu la structure du bilan et du financement des entreprises, elle influence de façon très importante le contrôle des entreprises. En fin de compte les deux modèles de système financier diffèrent essentiellement sur des critères relatifs au contrôle des entreprises (concentration de l'actionnariat, structure actionnariale, stabilité de l'actionnariat). Nous pouvons prolonger cette analyse sur l'évolution de ces systèmes notamment dans le cadre de la construction européenne. Les deux systèmes convergent-ils vers un système commun, ou bien gardent-ils chacun leurs spécificités ?

239

FINANCE D'ENTREPRISE
ET CORPORATE GOVERNANCE :
PROPOS SUR UNE EVENTUELLE CONVERGENCE.

La distinction entre les modèles de gouvernement d'entreprise est nette et notamment lorsque l'on compare des pays représentatifs de l'un des deux modèles de systèmes financiers identifiés. Les caractéristiques des gouvernements d'entreprise semblent être la conséquence du système financier dans lequel il s'insère. Tout changement à un niveau risque de modifier l'ensemble des autres éléments de ce système. Or, il semble que les différences entre les différents modèles de contrôle soient en fait beaucoup plus nettes que les différences entre la nature du financement des entreprises. Cela amène la question de savoir pourquoi, d'une part, le modèle de contrôle n'est pas le reflet du modèle de financement et d'autre part de savoir si il y a convergence des différents modèles européens. Cette deuxième question semble essentielle dans le cadre de la procédure d'harmonisation au sein de l'Union Européenne.

Convergence des deux caractéristiques

Compte tenu des développements précédents, nous pouvons dire qu'un système financier entendu dans une large acception se caractérise par trois éléments :

- la structure institutionnelle du système financier (c'est-à-dire la réglementation relative par exemple à la spécialisation des banques, ou à leur caractère universel) ;
- le modèle qui prévaut lorsque l'on analyse le financement des entreprises ;
- la structure capitalistique des entreprises (governance structure).

Puisque ces trois éléments sont relatifs au même objet, l'analyse d'un système financier, il semble opportun de l'intégrer dans une compréhension commune ; à cet égard la théorie des contrats propose un point de départ important. Dans ce cadre, on peut attribuer aux actifs financiers deux caractéristiques liées, d'une part la possibilité d'avoir droit à un revenu futur (qui peut être certain ou conditionnel) et d'autre part la possibilité offerte par certains titres de participer à l'orientation, au contrôle des activités de l'entreprise à laquelle ces titres se rapportent. Ces derniers qui correspondent précisément à des droits de propriété, se distinguent d'autres titres tels que les obligations (ou toutes autres formes de prêt), par le fait que le détenteur possède un droit de vote lors des assemblées générales ou qu'il peut les vendre lors d'une offre publique ; dans ces cas l'actionnaire influence le comportement de l'entreprise autant par son vote que par sa volonté de provoquer le changement de la structure actionnariale de l'entreprise. La théorie des contrats nous permet de dire qu'un titre qui posséderait à la fois le droit à des rémunérations financières et un droit de propriété constituerait une forme de contrat complet.

Les entreprises à la recherche de modes de financement doivent rechercher la combinaison la plus intéressante entre ces deux formes (emprunt et les droits de propriété), leur choix est guidé par plusieurs critères, mais il apparaît clairement que la situation optimale est atteinte lorsque les apporteurs de capitaux peuvent exercer et sont incités à exercer dans la continuité leurs droits de telle sorte que les dirigeants de l'entreprise soient incités à prendre des décisions optimales par rapport à l'utilisation des ressources. En outre, le mode d'utilisation des droits de propriété par les actionnaires dépend en partie de la nature de leurs prétentions financières, l'un venant souvent en compensation de l'autre. Ce besoin de lier la capacité à influencer les choix de l'entreprise (le contrôle) et la rémunération financière des titres est lié à des problèmes d'information du fait de la nature des contrats, puisque dans la réalité il est presque impossible de créer et de développer des contrats complets

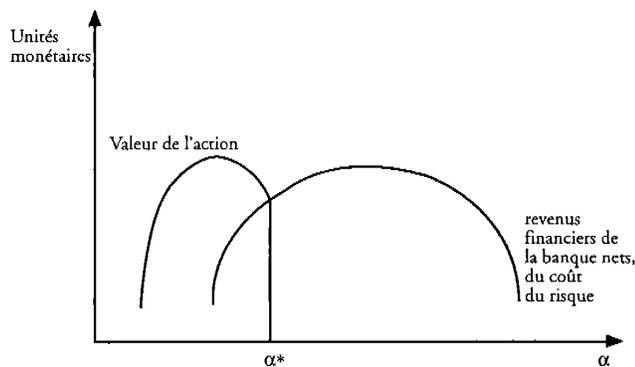
entre les détenteurs de capitaux et les demandeurs. Plusieurs raisons expliquent cela, l'asymétrie d'information est évidente, mais à cela s'ajoute le fait que les entreprises ne sont jamais financées par un seul moyen ni par un seul agent économique. Les entreprises peuvent alors utiliser à leur avantage les influences entre les différents groupes d'actionnaires par exemple (actionnaires parmi lesquels on peut trouver des dirigeants). Ces influences qui se feront ressentir *ex-post* (c'est-à-dire après l'émission des titres) sont à prendre en considération *ex-ante* (au moment où l'entreprise conçoit son financement).

Par rapport au rôle des banques, les travaux de J. Stiglitz (1985), qui met en avant les asymétries d'informations et de M. Aoki nous apparaissent essentiels. La problématique de M. Aoki (1988) repose sur l'identification des raisons qui justifient la détention des actions d'entreprises clientes par les banques japonaises. Il a donc conçu un modèle permettant d'expliquer ce rôle dual de la banque intervenant à la fois comme prêteur et comme actionnaire. Un investissement est financé soit par les ressources de l'entreprise (dans une proportion $1-\alpha$), soit par prêt bancaire (dans une proportion α). Si pour un investissement donné, l'entreprise augmente la proportion α , elle pourra, par conséquent, dans un premier temps, augmenter la distribution des dividendes à ses actionnaires ; ces dividendes seront réinvestis en actions. Cependant, dans un deuxième temps, les dividendes futurs seront diminués puisqu'il faudra rembourser l'emprunt supplémentaire. M. Aoki, montre que le cours de l'action augmente suite à un accroissement de la proportion de l'emprunt dans le financement si le bénéfice marginal après impôt dépasse le coût marginal.

241

Soit α^* , la part de l'investissement financée par emprunt qui maximise le cours V de l'action. En ce point, le taux d'intérêt r augmente⁴⁴ et le profit qui en résulte pour la banque compense la perte subie par la non-maximisation du cours de l'action par l'entreprise. En d'autres termes, les actionnaires individuels et la banque, en tant qu'actionnaire, ont intérêt à ce que la part du financement par emprunt bancaire soit α^* , puisque, en ce point, il y a maximisation de la valeur de l'action ; mais la banque prêteur peut accepter un endettement supérieur à ce seuil, puisque, en ce même point, les revenus financiers sont croissants. Cette explication est reportée dans le schéma ci-après :

Graphique 1
Evolution du cours de l'action et des revenus du créancier
en fonction du taux d'endettement (M. AOKI, 1988)



Les intérêts de la banque et ceux des actionnaires individuels ne coïncident donc pas. Les dirigeants peuvent choisir de fixer α au dessus de α^* , c'est-à-dire accepter un surendettement. Les banques, quant à elles, sélectionnent leur portefeuille en fonction des taux d'endettement des entreprises. Elles vont choisir les titres des entreprises dont le ratio est supérieur à celui qui assure la maximisation du cours de l'action (α^*). La seule contrainte est liée à la capacité de refinancement obtenue par les banques auprès de la Banque Centrale. Les banques seront avantagées par une augmentation du taux d'intérêt sur les prêts (lorsque α augmente) et par l'augmentation de la valeur des actions détenues dès lors que cela leur permet d'influencer les choix de financement des entreprises. Elles détiennent donc une participation suffisante pour orienter la politique de financement de l'entreprise, de façon à ce que celle-ci leur soit favorable en tant que prêteur.

Les travaux de J. Stiglitz (1985) s'intègrent parfaitement dans ce qui est désigné sous le terme « économie de l'information ». Cet auteur montre la spécificité de l'actionnaire bancaire par rapport à l'actionnaire individuel, en mettant l'accent sur son rôle dans la circulation de l'information. Le coût de l'obtention des informations par les actionnaires individuels est rédhibitoire, alors que l'avantage qui en est tiré est modeste. Les actionnaires individuels ne peuvent donc pas exercer de fonction de contrôle⁴⁵. Les banques, en revanche, sont aptes à exercer ce contrôle puisqu'elles ont la capacité, en tant que prêteurs, de signer des contrats prévoyant un remboursement du capital prêté, aux échéances consignées dans le contrat. Le contrôle est fondé, non seulement, sur des contraintes mais, également, sur des structures d'incitation qui favori-

sent la réalisation des objectifs du prêteur. Les banques recherchent des projets peu risqués. Cette recherche peut se traduire par un rationnement du crédit qui occasionne, à son tour, une augmentation des taux d'intérêt. Or, une telle augmentation peut favoriser l'émergence des projets plus risqués et décourager des projets peu risqués (par un mécanisme de sélection adverse). Les banques choisiront, par conséquent, de ne pas dépasser un taux d'intérêt, limite, au-delà duquel elles seraient confrontées à un problème de financement de projets risqués. Le rationnement du crédit doit donc passer par une limitation du nombre des projets financés. Cet impératif oblige les banques à adopter un rôle d'actionnaire de façon à améliorer leur comportement en matière de prêts. En tant qu'actionnaires, elles ont, en effet, accès à une information supplémentaire et elles ont une capacité plus importante à exercer un contrôle sur les entreprises. Cela les conduit à financer des projets qu'elles n'auraient pas financés en tant que simples prêteurs. Par ailleurs, cela permet aux actionnaires individuels d'être mieux informés sur leurs risques. Ils acceptent, en contrepartie, un cours des actions inférieur, en raison du surendettement.

Ces travaux, tout comme des travaux plus anciens mettent en évidence le fait que l'environnement institutionnel (ainsi que les différences susceptibles d'être observées entre les différents pays) influence tant la structure actionnariale que le modèle de financement des entreprises. Ainsi, dans un système financier qui permet aux créanciers de conserver une forte position lorsque le débiteur est dans une situation de faillite, l'utilisation du financement par emprunt devrait être plus importante. Or nous avons montré précédemment que ces différences n'étaient pas suffisantes pour que l'hypothèse puisse être retenue.

243

Ce résultat peut s'expliquer soit parce que les différences institutionnelles ne sont pas aussi importantes que nous pouvions le penser, soit parce que ces différences affectent certes la structure actionnariale, mais de façon beaucoup plus modérée les choix de financement de l'entreprise. Mais d'autres raisons peuvent être évoquées pour expliquer ce résultat :

- Certaines différences peuvent exister, mais ne pas être mises en évidence par notre approche empirique, notamment parce que les données sont trop agrégées et ne prennent pas forcément en compte les subtilités dans le traitement comptable des données ;

- Ces différences peuvent exister et peuvent être importantes, mais il est possible qu'elles soient compensées par d'autres facteurs qui viendraient ainsi les nuancer ;

- Le champ de recherche pourrait être élargi. En effet, le système financier fait partie d'un système beaucoup plus vaste dans lequel on retrouverait l'économie réelle. Il est alors envisageable que les caractéris-

tiques affectent davantage des caractéristiques réelles. Nous avons montré précédemment que l'on pouvait faire un lien entre nature du système financier et le niveau de l'investissement. Certains travaux mettent en évidence cette relation⁴⁶, tant à un niveau théorique, qu'à un niveau empirique⁴⁷. La nature de l'investissement apparaît un facteur discriminant entre les différents modèles de systèmes financiers. Or les données relatives aux ratios de capitaux sont trop agrégées pour considérer les différences entre les différents types d'investissements.

Convergence des modèles européens

Les banques ont un rôle différent selon les pays. Cela peut créer une distorsion au niveau de la concurrence industrielle, puisque l'on peut penser que la stabilité de l'actionnariat peut amener une stabilité des objectifs industriels. Mais nous venons de montrer que les différences entre les modes de financement des entreprises n'étaient pas aussi sensibles que nous pouvions le penser. Cette réflexion amène à poser une hypothèse, celle de la convergence des différents systèmes vers un modèle de plus en plus homogène.

Cette tendance de long terme à la convergence qui est ressentie à la fois au sein de l'Union Européenne, mais également entre les Etats-Unis et l'Europe pose une nouvelle question qui est celle de la vitesse de transition, se fait-elle en douceur ou au contraire est-elle réalisée de façon plus brutale. Certains seuils ont déjà été franchis ou sont en train de l'être, mais les effets ressentis ne sont pas encore suffisants, puisqu'en dépit de l'existence de points de convergence, il existe encore des différences importantes qui restent à combler avant que l'on puisse parler effectivement de convergence. Parmi ces points, nous trouvons bien évidemment la structure de la propriété et le rôle des banques dans celles-ci. A cet égard, nous pouvons penser que cette évolution n'est pas sans risque ; en effet elle peut entraîner une rupture importante au sein des systèmes financiers et risque donc de les déstabiliser. La question soulevée par la convergence des systèmes est donc celle de la capacité de ces systèmes à résister à un risque de déstabilisation lors de la phase de transition.

Le deuxième aspect de la question relative à la convergence concerne la nature du système vers lequel s'oriente cette convergence. La réponse risque d'être quelque peu prématurée, pourtant certains indices nous font penser qu'il pourrait être proche du modèle dominé par les marchés. En effet, il faut noter que la Commission Européenne, dans le cadre de la préparation du marché interne, a pris des mesures dans plusieurs domaines (droit des entreprises, standardisation des comptes, politique de concurrence, fiscalité des entreprises, institutions de crédit) qui peuvent influencer le contrôle et la régulation des entreprises. Plus

encore, la politique communautaire qui prévoit la libéralisation des mouvements du capital, et comporte des directives sur les fonds d'investissement et sur les fonds de pension, favorise le développement des marchés de capitaux et des marchés boursiers ainsi que l'expansion internationale des investisseurs institutionnels et individuels (ceci a pour but de promouvoir la meilleure allocation possible de l'épargne et d'augmenter l'investissement). Les politiques européennes sont complétées par des législations nationales qui, sans compter les fortes différences nationales, influencent également le comportement des entreprises. Mais, il existe des forces qui risquent d'orienter la convergence de l'autre côté (vers un système orienté par les banques). En effet, le mouvement de concentration (justifié par la volonté des banques d'atteindre une taille critique) qui est observé depuis plusieurs années va vraisemblablement renforcer le rôle des banques et les rendre capables d'assumer le rôle que remplissent les banques universelles allemandes.

Quoi qu'il en soit, la seule certitude que nous pouvons avoir est que le changement risque d'être brutal et que le résultat ne pourra pas combiner simultanément les avantages de chaque système.

BIBLIOGRAPHIE

- ALCHIAN A.A. & WOODWARD S. (1988), « The firm is dead ; long live the firm : a review of Oliver E. Williamson's *The Economic Institutions of Capitalism* », *Journal of Economic Literature*, vol. XXVI, March.
- ALCHIAN A.A. & DEMSETZ H. (1972), « Production, information costs and economic organization », *American Economic Review*, vol.62, n°5.
- AOKI M. (1986), « Horizontal versus vertical information structure of the firm », *American Economic Review*, 76 (5), Dec, pp 193-224.
- AOKI M. (1988), *Information, incentives and bargaining in the Japanese economy*, Cambridge University Press, traduction française *L'économie japonaise*, Economica, 1991.
- AOKI M. GUSTAFSSON B. & WILLIAMSON O.E. (eds) (1990), *The Firm as a Nexus of Treaties*, London Sage.
- AOKI M. & DOSI G. (1992), « Corporate organization, finance and innovation » in Zamagni V. ed (1992).
- AOKI M. (1994), The contingent governance of teams : an analysis of institutional complementarity, *International Economic Review*, vol 35 pp657-675.
- BERGLOF E. (1990), Capital Structure as a mechanism of control : a comparison of financial systems in M. Aoki (1990).
- BERLE A.A. & MEANS G. (1932), *The modern corporation and private property*, New York, Mac Millan.
- DE BOISSIEU C. & de PONTBRIAND G. (1993), « Les stratégies bancaires dans les années 1990 », *Revue d'Economie Financière*, n°27, Hiver.
- BONIN H. (1989), *L'argent en France depuis 1880 : banquiers, financiers, épargnants dans la vie économique et politique*, Masson.
- CHANDLER A. (1990), *Scale and scope : the dynamics of industrial capitalism*, the Belknap Press of Harvard University Press, traduction française *Organisation et performances des entreprises*, 3 tomes, les Editions d'Organisation, 1993.
- CHRISTENSEN J.-L. (1992) « The role of finance in national system of innovation », in B.A. Lundvall (1992), pp146-168.
- COMMONS J. R. (1931), « Institutional economics », *American Economic Review*, 21, December.
- COMMONS J. R. (1934), *Institutional economics, its place in political economy*, The Mac Millan, New York.
- CREMER J. (1990), « Common knowledge and the coordination of economic activities », in Aoki M., GUSTAFSSON B. and WILLIAMSON O.E. eds (1990).

- DEUTSCHE BUNDESBANK (1994), Eigenmittelausstattung der Unternehmen ausgewählter EG-Länder im Vergleich, Monatsberichte, pp73-88 (Oktober).
- DIETSCH M. (1990), « Economies d'échelle, économies d'envergure et structures des coûts dans les banques de dépôts français », *Conseil National du Crédit et Association Française des Banques*.
- DIETSCH M. (1991), « La concurrence bancaire, vers de nouvelles règles du jeu », *Revue d'Economie Financière*, n°19, Hiver.
- DIETSCH M. (1992), « Quel modèle de concurrence dans l'industrie bancaire ? », *Revue Economique*, n°2, vol 43, Mars.
- DIETSCH M. (1993), « Localisation et concurrence dans la banque », *Revue Economique*, n°4, vol 44, Juillet.
- DOSI G. & ORSENIGO L. (1988), « Structure industrielle et évolution technologique » dans *Innovation, technologie et finance*, publié par la Banque Européenne d'Investissement, Basil Blackwell, Oxford.
- DOSI G. (1990), « Finance, innovation and industrial change », *Journal of Economic Behaviour and Organization*, vol 13, p299.
- DOSI G. & EGIDI M. (1991), « Substantive and procedural uncertainty, an exploration of economics behaviour in changing environments », *Journal of Evolutionary Economics*, n°1, pp145-168.
- EDWARDS J. ET FISHER K. (1990), *Banks, Finance and Investment in Germany*, Cambridge University Press.
- EGIDI M. (1992), « Organizational learning, problem solving and the division of labour », in Egidi M. & Marris R. (eds) *Economics, bounded rationality and the cognitive revolution*, Mac Millan.
- FAMA E.F. (1980), « Agency Problems and the Theory of the Firm », *Journal of Political Economy*, vol. 88, n°2, April.
- FAMA E. & JENSEN M. (1983), « Separation of ownership and control », *Journal of Law and Economics*, vol. 26, June, pp301-326.
- FORESTIERI G. (1993), « Economies d'échelle et d'envergure dans le secteur des services financiers : analyse des publications récentes » in *Les conglomerats financiers*, OCDE.
- FRANKS J. & MAYER C. (1991), « European capital markets and corporate control », *paper part of an ESRC funded project*, n°W102251003 on Capital Markets, Corporate Governance and the Market for Corporate Control.
- FRANKS J. & MAYER C. (1992), « Corporate control : a synthesis of international evidence », *IEA Working Paper* 165-92, University of Warwick.
- FRANKS J. & MAYER C. (1993), « German Capital markets, corporate control and the obstacles to hostile takeovers : lessons from three case studies », Research Paper, London Business School and University of Warwick, March 25.
- FRANKS J. & MAYER C. (1994), « Ownership and control », International Workshop at the Kiel Institute on «Trends in business organization : increasing competitiveness by participation and cooperation », June 13-14.
- GAFFARD J.L. (1990), *Economie industrielle et de l'innovation*, Dalloz, Paris.
- GERSCHENKRON A. (1962), « Economic backwardness in historical perspective » in Gerschenkron (1962), *Economic backwardness in historical perspective*, Harvard University Press, Princeton.
- GOUX J-F (1994), « La taxinomie des systèmes financiers : le renouvellement des typologies fondées sur le mode de financement », G.D.R. Monnaie Finance et Banque, Nice Juin., *Revue d'Economie Financière*, n°29.
- HELLWIG M. (1977), « A model of borrowing and lending with bankruptcy, (1879-1906) », *Econometrica*, November.
- HOSHI T., KASHYAP A. & SCHARFSTEIN D. (1991), « Corporate culture, liquidity and Investment : Evidence from Japanese industrial groups », *Quarterly Journal of Economics*, p33-60.
- HUBER G. (1991), « Organizational learning : the contributing processes and the literatures », *Organization Science*, vol. 2, n°1, February.
- IMAI K.I. & ITAMI H. (1984), « Interpenetration of organization and market », *International Journal of Industrial Organization*, n°2.
- JENSEN M. C. & MECKLING W. H. (1976), « Theory of the firm : managerial behavior, agency costs and ownership structure », *Journal of Financial Economics*, vol.3, Octobre.
- JOHNSON B. & LUNDVALL B. (1992), « Closing the institutional gap? », *Revue d'Economie Industrielle*, n°59, 1^{er} Trimestre.
- JOHNSON B. (1992), « Institutional Learning », in Lundvall B.A. (1992).
- LUNDVALL B. (1988), Innovation as an interactive process, dans G. Dosi et alii, *Technical Change and Economic Theory*, Pinter Publishers.
- LUNDVALL B. (1992), « Explaining interfirm cooperation and innovation, limits of transaction costs approach » in GRABHER G. (1992).

- LUNDVALL B. (1992), *National systems of innovation : toward a theory of innovation and interactive learning*, Pinter Publishing, London.
- MAC KINNON R. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institutions, Washington.
- MARCH J.G. (1991), « Exploration and exploitation in organization learning », *Organization Science*, vol 2, n°1.
- MARRIS R. (1971), *L'entreprise capitaliste moderne*, Dunod-Sigma
- MULDUR M. & SASSENOU M. (1990), « Economies of scale and scope in French banking and saving institutions : a comparative analysis », Communication présentée au 3^{ème} Séminaire Franco-Américain, NBER, Juillet.
- MUNKIRS J.R. (1985), *The transformation of American capitalism : from competitive market structures to centralized private sector planning*, Armonk, New York.
- PAGUET J.-M. (1994), « Les conglomérats financiers, stratégies et impacts concurrentiels », *Revue d'Economie Financière*, n°28.
- PAGUET J.-M. (1996), *Du contrat à la règle, les formes institutionnelles de la coopération*, Thèse de Doctorat, Université Toulouse I.
- RENVERSEZ F., (1991), *Eléments d'analyse monétaire*, Dalloz, 2^{ème} édition.
- RYBCZYNSKI T. (1984), « Industrial finance system in Europe, U.S.A. and Japan », *Journal of Economic Behaviour and Organization*, V, pp 276-287.
- SCHUMPETER J.-A. (1935), *Théorie de l'évolution économique*, Librairie Dalloz
- STEINHERR A. & HUVENEERS C. (1993), « Economie industrielle des institutions bancaires, réglementation, structure, performance », *Revue d'Economie Financière*, n°27, Hiver.
- STIGLITZ J. (1985), « Credit markets and the control of capital », *Journal of Money, Credit and Banking*, n°2, vol. 17, May.
- STIGLITZ J. & WEISS (1991), « Credit rationing in markets with imperfect information », *American Economic Review*, 71, June, p 393-410.
- SUSSMAN O. (1994), *Investment and Banking : some International Comparisons*, in *Oxford Review of Economic Policy*, Vol 10, pp79-93
- TOBIN J. (1985), « The efficiency of financial markets, myths and reality », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, September.
- WILLIAMSON O.E. (1989), « Transaction costs economics », in *Handbook of industrial organization*, Schmalensee R. & Willig T. eds, North Holland, Amsterdam, p 134-183.
- WILLIAMSON O.E. (1994), « Efficiency, power, authority and economic organization », Communication au colloque « Economie des coûts de transaction, développements récents », Paris-Sorbonne 26 mai.
- ZAMAGNI V. (1992), *Finance and the enterprise*, Academic Press, Harcourt Brace Jovanovich, Publishers, London.
- ZYSMAN J. (1983), *Governments, Markets and Growth, financial systems and the politics of industrial change*, Cornell University Press, Ithaca and London.

NOTES

1. Cette approche se réfère à une définition des systèmes financiers définis par J.-L. Christensen (1992) comme des « arrangements institutionnels permettant la transformation de l'épargne ou du crédit en investissements ».
2. mesuré chez King et Levine par le ratio Crédit / P.I.B.
3. On peut intégrer la notion de répression financière qui correspond à une situation dans laquelle les taux d'intérêt sont maintenus artificiellement bas par les autorités. Ceci a pour conséquence, d'une part de décourager l'épargne intérieure ou tout au moins de l'orienter vers des marchés extérieurs plus rémunérateurs et d'autre part de permettre à l'Etat d'exercer un prélèvement sur les capitaux au détriment de l'investissement privé.
4. J. Zysman.
5. En outre, aux États-Unis, en revanche, des caractéristiques marchandes affectent le contenu organisationnel des relations. En effet, les auteurs ont noté l'existence de critères tels que le « Return On Investment » qui s'apparente à un prix.
6. Le ratio des dettes sur les capitaux propres est plus élevé dans les entreprises japonaises que dans les entreprises américaines.
7. Nous pouvons distinguer plusieurs directions dans lesquelles la littérature concernant les systèmes financiers a évolué : une vision micro-économique (E. Fama, 1983) ; une orientation macro-économique

(rationnement du crédit) à soubassements micro-économiques (J. Stiglitz et Weiss, 1981) ; une perspective macro-économique mettant l'accent sur les interactions entre les dynamiques financières et réelles ; une orientation spécifiquement macro-économique qui met l'accent sur les risques de crise financière ; enfin, une approche qui cherche à classer les systèmes financiers. Cette approche est certainement celle qui a été la plus appliquée et ceci dans les domaines les plus divers (économie du développement (E. Shaw, 1973), macro-économie (F. Renversez, 1991) ou encore économie industrielle (B.-A. Lundvall, 1992 et G. Dosi, 1990, p 299).

8. au sens de O.E. Williamson.

9. T. Rybczynsky (1984).

10. J. Zysman (1983). Nous tenons à signaler la synthèse effectuée par J.-F. Goux (1994), synthèse qui a servi de base à cette section.

11. T. Rybczynsky (1984).

12. J. Zysman (1983).

13. par rapport à une situation de dilution de la propriété

14. Ceci correspond à l'analyse managériale construite à la suite des observations de Borle et Means (1932).

15. T. Rybczynski (1984, p 278) en distingue un troisième type qui correspond, en réalité, à une subdivision du deuxième : les systèmes financiers fortement orientés vers le marché.

16. Les travaux de J. Zysman cherchent à montrer que les gouvernements doivent être reconnus comme ayant une fonction spécifique au sein des systèmes financiers. Il est important d'en tenir compte puisqu'ils déterminent le mode de fixation des taux d'intérêt et interviennent dans le contrôle du fonctionnement du système financier (masse monétaire, contrôle prudentiel, taux bonifiés pour certains secteurs, etc.).

17. Ces facteurs correspondent à ce que nous pouvons regrouper sous la dénomination « proximité ».

18. En reprenant la typologie de Zysman, exposée ci-dessus, il nous semble que dans le système orienté vers le marché, les processus d'apprentissage sont entravés par le fait que l'évaluation des actifs de l'entreprise soit effectuée sur la base de caractéristiques générales et non sur un projet bien identifié.

19. Par ailleurs, M. Dietsch note que la connaissance de l'efficience allocative des banques est toutefois importante afin de comprendre l'évolution probable des structures des marchés bancaires.

20. J. Tobin (1963).

21. L'asymétrie vient du fait que l'emprunteur est le seul capable d'évaluer les chances de réussite du projet d'investissement au moment où le financement est accordé. L'acquisition de cette information par le prêteur engendre des coûts.

22. L'emprunteur est le seul capable d'observer la réalisation effective du projet.

23. Dans ce dernier cas, en s'adressant à une banque, un emprunteur substitue la réputation de la banque à la sienne propre. Diamond, cité dans M. Dietsch (1993, b), montre que les effets de réputation éliminent le besoin de contrôler.

24. Il s'agit ici de mettre l'accent sur la capacité des banques à résoudre les problèmes de coordination des profils temporels des plans de dépense des épargnants et des emprunteurs.

25. Ceci correspond à la fonction de transformation de la liquidité des actifs.

26. Provisoirement nous considérerons la relation de clientèle comme une relation qui permet de proposer des contrats à long terme, fondés sur la connaissance du comportement passé des emprunteurs et donc, de s'engager à long terme là où les marchés ne peuvent que proposer des contrats valables seulement pour une période.

27. M. Hellwig (1977).

28. Les mouvements sont nets puisque les investissements financiers des entreprises ont été neutralisés. Les valeurs négatives indiquent que les entreprises ont remboursé des dettes ou racheté des actions ou encore diminué leur capital (en retirant des actions).

29. Cependant, cette conclusion est à prendre avec des précautions puisque ces auteurs ne considèrent que les prêts bancaires et les découverts à l'exclusion de toutes autres formes de relations notamment en Allemagne. Les statistiques de la Deutsche Bank évaluent ces relations à environ 3% du total.

30. En reprenant le cas français, on retrouve ces résultats car le taux d'autofinancement est apparu plutôt élevé lorsque le taux d'investissement était faible.

31. en reprenant les travaux de C. Mayer.

32. en reprenant nos travaux personnels.

33. L'analyse des relations entre les banques et les entreprises est souvent le résultat d'une observation selon laquelle les entreprises allemandes et japonaises seraient plus performantes que les autres. Mac Cauley et Zimmer (1989) retiennent l'hypothèse selon laquelle la structure du capital autorisée par les relations spécifiques permet d'obtenir un coût du capital inférieur. Mais ce résultat doit être soumis à caution, d'une part, avec les travaux de Kester et Luehrman (1992) qui remettent en cause cette idée et, d'autre part parce

que de nombreux autres facteurs affectent ce coût (Taux des réserves obligatoires, effet d'éviction comme conséquences du déficit public, niveau de l'épargne ou encore demande de capitaux).

34. Afin de lever toute ambiguïté, il nous semble opportun de préciser la nature du contrôle dont il s'agit ici. L'idée de contrôle est floue puisqu'elle peut renvoyer à deux types de relation :

- Dans un premier cas, le contrôle correspond à l'implication des actionnaires dans la gestion des entreprises. On considère alors les dispositifs qui permettent aux actionnaires de surveiller le comportement des dirigeants, compte tenu d'une structure actionnariale donnée. Il s'agit alors du contrôle et de la répartition du pouvoir. C'est ce point que nous allons développer ici.

- Dans un deuxième cas, le contrôle de la propriété est relatif aux dispositifs permettant aux propriétaires de se prémunir contre les OPA, par exemple.

36. Ces conclusions avaient déjà été formulées par R. Marris (1971) qui a établi une relation entre le taux de croissance de l'entreprise et la valeur de l'action. Le taux de croissance est influencé par les décisions prises par les dirigeants, quant à la valeur de l'action, elle reflète le comportement des actionnaires. A mesure que le taux de croissance s'accroît, la valeur du titre s'accroît, car les avantages l'emportent, dans l'esprit des actionnaires, sur les inconvénients et notamment sur le taux de distribution qui va en se réduisant. Puis, progressivement, les avantages perdent de leur attrait et les actionnaires ressentent deux inconvénients majeurs : des dividendes réduits, dans le présent, et des risques croissants qui rendent plus fragiles, les placements sous forme d'actions.

37. De plus, l'existence d'un actionnariat bancaire dans l'industrie a une forte signification car le pouvoir de contrôle des actionnaires est bien supérieur à leur participation. J. Franks et C. Mayer (1992, 1994) identifient ce modèle par l'expression « insider system », par opposition à l'« outsider system » qui repose sur un marché du contrôle.

38. M. Aoki (1988) a donc conçu un modèle permettant d'expliquer ce rôle dual de la banque intervenant à la fois comme prêteur et comme actionnaire (voir développement dans la troisième section). Voir également les travaux de J. Stiglitz (1985).

39. Pour M. Aoki (1988), les relations de coopération entre firmes ont pour vocation de réduire les risques inhérents à une relation marchande. M. Aoki distingue, dans un premier temps, deux entreprises l'une située en amont, l'autre en aval d'un processus de production. Il est possible d'appliquer ce modèle au secteur bancaire, dans le cadre d'une relation banque-industrie qui repose sur la mise en place de mécanismes institutionnels ; la banque est alors située en amont de cette relation, l'entreprise, elle, est située en aval. Cette coordination permet une adaptation du fonctionnement de la relation en fonction du contexte et de la situation de l'entreprise ; ainsi, en période difficile, l'entreprise peut obtenir des prêts additionnels ou une renégociation des conditions du prêt, alors qu'en période de forte croissance elle peut obtenir un surendettement. La nature de la relation devient davantage de type coopératif en privilégiant une coordination par des mécanismes non marchands. Dans la pratique, ces mécanismes, cependant, ne sont pas clairement identifiés et la nature de la coordination reste floue.

40. J. Schumpeter a été l'un des premiers auteurs à mettre en évidence l'importance du crédit dans le processus d'innovation. L'entrepreneur individuel apparaît comme la pièce maîtresse du processus d'innovation, mais il doit être capable de convaincre les banques afin d'obtenir les prêts nécessaires au financement de son projet. Le financement apparaît, dès lors, comme une condition nécessaire dans ce processus.

41. Les deux auteurs s'opposent sur certains points : ainsi les compétences, chez M. Aoki, sont analysées en termes de résultat de mécanismes marchands, alors que chez G. Dosi elles sont le résultat de processus internes liés aux routines et à l'apprentissage, qui sont considérés comme des guides du comportement économique. Ce dernier cas correspond à une analyse institutionnaliste. En dépit de ces points de départ divergents, les deux auteurs se réunissent autour de l'idée de compétences pour caractériser l'entreprise : « For our purposes here it does not matter whether one believes that some contractual agreements between rational individuals are the ultimate philosophical foundation of organizations, or alternatively that various institutions philosophical exist prior to the individual perception of self-seeking goals, and shape their economic rationality ».

42. La première initiale correspond à la nature de la structure d'organisation (H ou S), la deuxième à la nature des structures d'incitation (M ou R) et la troisième enfin à la nature du modèle de relation Banque-industrie.

43. Il existe une corrélation entre, d'une part, le niveau du contrôle extérieur et la nature de la régulation des entreprises et, d'autre part, le coût et la disponibilité de la dette.

44. La démonstration effectuée par M. Aoki, n'est pas reprise ici.

45. Cette fonction de contrôle correspond, pour J. Stiglitz, à celle qui permet la répartition des ressources de manière optimale entre les différents projets.

46. Les travaux de G. Dosi par exemple, mais aussi de J.-L. Christensen ou encore de B. Lundvall.

47. World Bank (1989).