

RESTRUCTURATION FINANCIÈRE AU JAPON : ENTRE PRÊTEUR EN DERNIER RESSORT ET SOLIDARITÉS BANCAIRES

PATRICE GEOFFRON * ET MARIANNE RUBINSTEIN **

Vingt années se sont écoulées depuis l'amorce d'un processus de déréglementation financière au Japon. Ce processus n'a pas été conduit à son terme puisque le Premier ministre Hashimoto a annoncé un Big Bang réglementaire pour 1997-2001. Cette annonce suggère, en première analyse, que les japonais ont finalement opté pour une stratégie de rupture inspirée de l'expérience britannique. Il est important de noter que cette nouvelle étape n'est pas l'aboutissement d'une maturation, mais est dictée par les soubresauts financiers japonais de la décennie 1990 à la fois sur le marché boursier et au sein des industries financières. Le poids des créances douteuses, la recrudescence des faillites de firmes financières ont incité les pouvoirs publics japonais à engager une redéfinition des règles en vigueur. L'accélération qui se dessine est finalement la reconnaissance des limites du gradualisme longtemps en vigueur et qui n'aura pas permis de prévenir les dérives.

Le moment se prête donc à une analyse de la restructuration financière japonaise, analyse rétrospective en tentant de comprendre la nature des dysfonctionnements récurrents de ces dernières années, mais aussi analyse prospective en éclairant les conséquences attendues des prochains stades de la réforme financière. La compréhension de l'évolution en cours est primordiale car la fragilité japonaise fait peser un risque financier systémique : en cas de crise de liquidités, les banques japonaises pourraient rapatrier leurs actifs de l'étranger, phénomène dont la portée réelle est difficile à évaluer. Par ailleurs, au plan conceptuel, l'observation du cas japonais est riche d'enseignements concernant la dynamique des systèmes financiers : il nous donne à observer la transformation d'un schéma vertueux — au sein duquel la finance avait été agencée pour promouvoir le développement industriel — en un

155

* Professeur à l'Université Paris XIII-CREI.

** Maître de Conférences à l'Université Paris VII-GERME.

schéma dans lequel les impératifs de rentabilité des firmes financières prévaudront. La transition de l'un à l'autre de ces états est accompagnée d'une évolution profonde dans les modes de coordination des agents économiques nippons. Bien au-delà des seules questions financières, c'est la transformation chaotique du modèle japonais dans sa globalité qui s'opère ainsi.

Une coordination financière perturbée par la déréglementation

La fragilité de la sphère financière japonaise s'est révélée avec le reflux de l'indice Nikkei de 40 000 points fin 1989 à 15 000 en août 1992. Cette dépression boursière se prolongera en déprime durable puisqu'à la fin-1997 l'indice est aux alentours de 18 000 points, en décalage avec l'évolution des places boursières de l'OCDE¹. Mais cette stagnation n'est qu'un des aspects de la crise dont l'épicentre s'est déplacé vers un secteur bancaire affecté d'un volume de créances douteuses culminant à 50 000 milliards de yens en 1995. La déréglementation japonaise a sapé un compromis institutionnel qui avait assuré la maîtrise des risques financiers majeurs durant plusieurs décennies, jusqu'à produire une crise dont le Ministère des Finances n'envisage pas d'issue avant la prochaine décennie. Dix années auront donc été nécessaires pour résorber les conséquences majeures de cette crise et pour aménager une réglementation et un mode de supervision à nouveau stables, soit le temps nécessaire aux pays d'Amérique Latine pour amortir la crise de la dette amorcée en 1982.

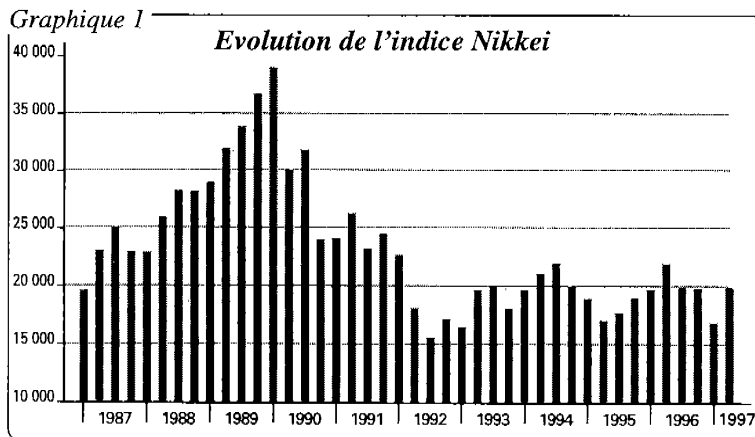
Que l'économie japonaise ait pu être déstabilisée par sa sphère financière constitue un paradoxe tant la conduite de la déréglementation amorcée vers la fin des années 1970 avait semblé graduelle et accompagnée d'aménagements des filets de sécurité et de la supervision. A l'inverse des économies anglo-saxonnes où la dynamique fut largement impulsée par les innovations d'institutions privées (banques, grandes entreprises industrielles et commerciales) dans les turbulences d'une « dialectique réglementaire » [Kane 1988], les pouvoirs publics japonais ont conduit des réformes qu'ils n'ont eu cesse de garder sous contrôle. En dépit de ce qui pouvait apparaître comme un surcroît de précautions, la trajectoire japonaise illustre les dangers d'une réforme financière « mal comprise ou mal appliquée » comme lors de la dérouté des caisses d'épargne américaines [Dewatripoint et Tirole 1993].

1. Sur 1992-1997 l'indice Dow Jones a progressé d'environ 200 %.

Anatomie d'une crise

La crise financière japonaise est à la fois classique dans ses mécanismes initiaux, mais spécifique en raison de son ampleur et de sa durée. Elle révèle une difficulté à faire émerger une nouvelle cohérence dans le système financier parallèlement à la déréglementation et une érosion de certains mécanismes micro-économiques fondateurs du modèle japonais. Une des conséquences importantes de la régulation bancaire antérieure était de faire porter la concurrence sur la croissance des actifs mais, en raison de l'absence de faillite, les banques avaient peu d'incitations à la croissance de leurs capitaux propres². Cette caractéristique prédisposait mal les banques japonaises à aborder la redéfinition de leur activité associée à la déréglementation et à la montée en puissance des marchés et, a fortiori, à faire face à une rupture de tendance aussi marquée que celle intervenue sur les marchés boursier et immobilier après 1989. Le confinement des institutions financières pendant des décennies au sein de leur espace national les destinait plutôt, pour reprendre le concept de Guttentag et Herring [1986], à développer des comportements « d'aveuglement au désastre » : l'expérience tend à montrer que dans une longue période de croissance, comme celle qui s'est achevée à l'abord de la décennie 1990 au Japon, le crédit est accordé de plus en plus facilement, les informations exigées des débiteurs sont moins pertinentes, le suivi des prêts de plus en plus laxiste et des positions fragiles s'accumulent à l'insu des agents. La vulnérabilité aux chocs financiers est alors le résultat endogène de ces comportements.

157



2. En 1986, le ratio de capitalisation des city banks était inférieur à 4 %.

La plupart de problèmes qui affectent la sphère financière japonaise ont longtemps été masqués par les performances du secteur réel et par les bulles spéculatives dans les années 1980. Ces difficultés renvoient à un phénomène assez classique, commun à de nombreuses économies même si aucune n'a été affectée à un tel degré : l'introduction de réformes nécessairement partielles et échelonnées dans un système fortement cohérent est susceptible d'induire des dysfonctionnements d'ampleurs diverses. Minsky [1982] offre également un éclairage en suggérant qu'une économie qui conjugue spéculation et endettement se place en état de « fragilité », en particulier lorsque se développent des financements de type ponzi qui couvrent le remboursement des intérêts par un nouvel endettement. Le cas japonais comporte certaines caractéristiques analogues à ce schéma puisque les firmes industrielles ont levé des obligations pour spéculer, tandis que les promoteurs immobiliers s'endettaient auprès du système bancaire en poursuivant les mêmes fins. L'accroissement des taux d'intérêt en 1989 a révélé la fragilité latente du système et conduit à une inversion des dynamiques auto-référentielles à l'origine des bulles spéculatives.

158

La crise financière japonaise ne correspond pas à un processus isolé, notamment parce qu'elle comporte des liens étroits avec le cycle de l'immobilier dont la plupart des banques occidentales ont également eu à pâtir. Au-delà du seul phénomène immobilier, de nombreux incidents ou crises intervenus dans le fonctionnement de marchés de produits financiers renvoient à des facteurs voisins liés aux nouvelles conditions de la concurrence. Schématiquement, ces différentes expériences ont en commun une réduction des barrières à l'entrée, imputable aussi bien à la déréglementation qu'aux évolutions des techniques, autorisant de nouvelles entrées qui conduisent à des prix plus bas, un accroissement des quantités offertes et une détérioration de la capitalisation des firmes financières. Certaines de ces perturbations, en particulier celles qui ont concerné les caisses d'épargne américaines, mettent également en lumière les effets pervers d'une libre concurrence dans une activité dotée d'une assurance des dépôts et, en dernier recours, de l'intervention salvatrice de l'autorité publique. Cet agencement de filets de sécurité supprime l'incitation pour le déposant à s'informer sur la qualité de sa banque et contribue à fragiliser le système bancaire en favorisant l'émergence d'un aléa de moralité lié à une manipulation de l'information par des banques insolubles et surtout une réduction des comportements d'auto-protection. Une sélection adverse tend alors à s'opérer en favorisant une concentration de firmes financières dotées d'une « affection » pour le risque [Mishkin 1992]³.

3. La combinaison de l'assurance des dépôts et d'un filet public distord en outre la concurrence entre les institutions financières : l'intrusion des banques dans le secteur des assurances est parfois analysée comme une concurrence déloyale dans la mesure où seules les premières bénéficient de l'intervention du prêteur en dernier ressort.

Le problème est aussi celui des rapports entretenus entre les marchés d'actifs et les intermédiaires financiers : « la hausse rapide de la bourse entraîne des plus-values latentes considérables qui gonflent la valeur de marché des fonds propres. Aussi un endettement en croissance rapide peut-il être compatible avec un ratio dettes/fonds propres décroissants, alors que les ratios dettes/revenu et charges financières/revenu sont croissants. D'où l'illusion d'une santé financière qui n'est garantie que par une appréciation des cours boursiers et qui peut conduire à un investissement excessif» [Aglietta 1995 p.61]. Dans ce contexte international propice à l'apparition de dérives financières, certains épisodes nationaux sont étonnamment proches du cas japonais, en particulier l'exemple suédois. Dans ce pays, suite à la déréglementation, les banques ont modifié radicalement la composition de leurs bilans, réduisant la part des titres d'États et accroissant les prêts au secteur privé avec une forte concentration sur le secteur immobilier⁴. L'éclatement d'une bulle financière et d'une bulle immobilière a affecté gravement le secteur financier, au point que le Parlement a dû adopter en décembre 1992 un plan de sauvetage des banques d'un coût total de 70 milliards de couronnes et que certaines banques ont dû être nationalisées.

Un déplacement de l'épicentre de la crise vers les industries financières

La déréglementation et le développement des marchés de capitaux ont contribué à détériorer l'avantage compétitif des banques⁵ : tandis que leurs clients industriels levaient leurs capitaux massivement auprès des marchés financiers, les banques se sont progressivement tournées vers des emprunteurs de qualité parfois médiocre et notamment vers l'immobilier comme activité majeure. Ainsi, durant les années 1980, les prêts alloués aux professionnels de l'immobilier ou à des institutions non bancaires spécialisées dans ce domaine sont passés de 10 à 26 % de l'ensemble des prêts bancaires⁶. En conséquence, de nombreuses créances douteuses se sont formées parallèlement à la chute du prix des terrains, aussi bien en matière de prêts consentis aux professionnels de l'immobilier qu'aux institutions non bancaires. Certes, ce comportement des banques japonaises n'est pas original dans le contexte interna-

159

4. La part des titres d'Etat a été ramenée de 25 % du total des bilans bancaires en 1983 à 11 % en 1992, tandis que les crédits au secteur privé passaient de 46 % à 60 %. Selon la Banque des Règlements Internationaux, l'élasticité-prix des actifs par rapport au PIB a été de 6,88 en Suède contre 1,48 aux États-Unis [Aglietta 1995].

5. La déréglementation des taux d'intérêt à notamment contribué à une augmentation sensible du coût de dépôts pour les banques régionales.

6. La part des prêts dans le financement externe des grandes entreprises est passée de 80 % entre 1965-1969 à 10 % entre 1985-1988. Les trust banks et les banques de crédit à long terme en sont venues à orienter, à la fin des années 1980, près de 40 % de leurs engagements vers l'immobilier soit deux fois plus que 10 ans auparavant et deux fois plus également que l'engagement des city banks et des banques régionales dans ce secteur [Ueda 1994].

tional de la déréglementation des activités bancaires, mais il s'inscrit dans un cadre jusqu'alors largement dénué de risques. Cette crise a révélé une politique de faible provisionnement des risques en raison des solidarités croisées en vigueur dans les keiretsu et d'une fiscalité désavantageuse : le stock de provisions des banques japonaises ne comptait en 1991 que pour 1 % de l'encours total de prêts contre de 3 à 5 % pour la plupart des pays de l'OCDE.

Les banques et l'ensemble des industries financières - notamment les maisons de titre et les compagnies d'assurance - portent ainsi une responsabilité manifeste dans les mécanismes à l'origine de la crise financière et sont en retour fragilisées, de sorte qu'un déplacement de l'épicentre de la crise est perceptible : la période 1989-1992 correspondait à un processus, certes spectaculaire mais assez conventionnel, de résorption d'une bulle spéculative, alors que la période 1992-1997 est marquée par la montée des risques de défaillance parmi les firmes financières. Cette fragilité est le résultat d'une tendance au surengagement dans la période d'expansion et d'abondance de liquidités de la fin des années 1980. Chaque intermédiaire, dans un tel contexte, considère individuellement qu'il pourra réduire son exposition à bon marché et rapidement. Mais lorsque les difficultés des intermédiaires sont convergentes, nombre d'entre eux doivent en même temps chercher des positions plus liquides [Minsky 1986], configuration qu'illustre le cas japonais. Ce déplacement de l'épicentre est patent : les intermédiaires financiers dans leur ensemble conjuguent une rentabilité médiocre et un stock considérable de créances douteuses qui a été évalué au plus haut en 1995 à 8 % de l'encours global de prêts (ou encore environ 10 % du PIB du Japon) contre 6 % lors de la crise des caisses d'épargne américaines ⁷.

Au cœur du système, les city banks affichent des résultats précaires. Ce fut déjà le cas en 1995 mais en raison alors d'un effort considérable de provisionnement (6 500 milliards de yens). Les comptes 1996 révèlent un recul des profits sur les métiers de base sans que l'effort de provisionnement ait été prolongé avec la même intensité en raison de la baisse du Nikkei (qui détermine l'évaluation de leurs fonds propres). Cette médiocrité des résultats des city banks est d'autant plus préoccupante qu'elle intervient dans un contexte où le taux d'escompte de la banque centrale est resté situé à 0,5 % offrant aux banques des coûts de refinancement très réduits et leur permettant de dégager des plus-values sur leur portefeuille obligataire ⁸. C'est donc la profitabilité intrinsèque des banques japonaises qui fait problème : elles souffrent d'un

7. Si les normes américaines de comptabilisation étaient appliquées, le volume des créances douteuses japonaises devrait être réévalué d'environ 1/10°.

8. Une hausse d'un demi point du taux d'escompte entame de 10 % les marges des banques.

déficit de technicité de leurs produits et d'investissements insuffisants en équipements informatiques ou en guichets automatiques. Pour preuve, si les banques japonaises sont largement représentées parmi les premières par le classement mondial des bilans, elles sont absentes parmi la hiérarchie des plus profitables.

Tableau 1 :
Principaux indicateurs concernant les city banks aux 31/3/97
(milliards de yens)

	Profits sur les métiers de base	Evolution 97/96	Encours de prêts douteux	Evolution 97/96	Ratio de capitalisation
DBK	391,3	-25%	1333	-3%	8,75%
Sumitomo	338,2	-18%	911	-39%	8,75%
Sanwa	355,3	-28%	870	-25%	9,10%
Sakura	281,7	-15%	1429	-26%	8,92%
Fuji	327,1	-30%	1582	-8%	9,22%
Tokai	161,8	-28%	959	-17%	9,09%
Asahi	152,6	-25%	624	-20%	8,70%
Tokyo- Mitsubishi	525,3	-19%	911	-21%	9,28%
Daiwa	98,2	-31%	565	-19%	9,02%
Hokkaido Takushoku	55,0	-9%	933	-2%	9,34%

161

Les city banks devraient absorber leurs mauvaises créances en quelques exercices avec toutefois d'importantes disparités : Tokai pourrait provisionner 70 % de son stock en affectant l'équivalent de 10 % de ses profits de 1996-97, tandis qu'il faudrait 11 années de profits pour que Hokkaido Takushoku parvienne au même résultat. Cette course de longue haleine incite les grandes banques japonaises, pourtant adeptes de l'emploi à vie, à des réductions d'effectifs. Entre 1996 et 1999, les effectifs devraient décroître d'une proportion comprise entre 10 à 15 %, avec une incidence particulière sur la tranche des 50-55 ans et une restriction sensible de l'embauche de jeunes diplômés. Par exemple, la Tokyo-Mitsubishi, issue d'une fusion en avril 1996, devrait avoir réduit le total de son personnel de 10 % (21 000 employés) en 1999.

Mais l'observation de ces seules grandes banques commerciales reste insuffisante pour évaluer l'ampleur d'une crise qui affecte l'ensemble du secteur financier. En particulier, les quatre grandes maisons de titres

(Nomura, Daiwa, Nikko, Yamachi) ont perdu 631 milliards de yens en 1996. Le cas de Daiwa Securities illustre certains des mécanismes qui expliquent cette dégradation puisque cette maison a assumé le sauvetage de sa filiale financière en difficulté (84 milliards de yens), ainsi qu'une moins value de 17 milliards de yens sur son portefeuille d'actions. Les compagnies d'assurance-vie sont également fragilisées. La politique de taux aide les banques à redresser leur marges, mais concourt à détériorer le rendement des actifs des assureurs, en deçà désormais des niveaux garantis dans les polices d'assurance-vie. La conséquence devrait en être un abaissement très sensible du rendement offert sur les nouveaux contrats, évolution toutefois contrariée par l'entrée sur le marché de compagnies qui jusqu'alors étaient limitées aux produits non-vie. De plus, les fonds de pension menacent d'orienter différemment leurs capitaux placés auprès des assureurs, soit 5 000 milliards de yens, si la rémunération offerte se dégradait. Tout retrait significatif des fonds de pension obligerait les compagnies d'assurance à liquider des actifs avec un effet dépressif sur le marché boursier et sur le marché de l'immobilier⁹. Dans ce contexte, la faillite de Nissan Mutual Life en 1997 (seizième par la taille des actifs) n'est pas une surprise et pourrait annoncer d'autres défaillances¹⁰.

162

Tableau 2 :
Rating des principales banques japonaises (12/1996)

Bank of Tokyo-Mitsubishi	B	Long-term Credit Bank	D
Sanwa Bank	C+	Mitsubishi Trust	D
Dai-Ichi Kangyo Bank	C	Sumitomo Trust	D
Fuji Bank	C	Toyo Trust	D
Industrial Bank of Japan	C	Mitsui Trust	E+
Sumitomo Bank	C	Nippon Trust	E+
Asahi Bank	D+	Yasuda Trust	E
Sakura Bank	D+	Chuo Trust	E
Tokai Bank	D+	Hokkaido Takushoku	E
Daiwa Bank	D	Nippon Credit Bank	E

Source : Moody's Investors Service Inc.

9. Les tensions qui se dessinent sont aussi une des conséquences de la déréglementation de la gestion des fonds de pension qui peut désormais être confiée à des organismes étrangers, alors qu'auparavant les compagnies d'assurance-vie et les trust banks en détenaient le monopole.

10. Notons que plusieurs établissements mutualistes ou coopératifs ont également connu depuis 1994 des difficultés extrêmes comme ce fut le cas de la Cosmo Credit et la Kizu Credit Union. Certains de ces épisodes ont même suscité des craintes de réactions en chaîne suite à l'amorce de ruées des déposants. La Cosmo Credit a ainsi subi le retrait d'un cinquième de ses dépôts en l'espace de trois jours et les problèmes de la Kizu Credit Union ont fait peser des risques sur la Sanwa, city bank qui en détenait une partie du capital.

Gestion de la crise et aménagements structurels

Les autorités ont une responsabilité dans l'amorce des dérives via la politique conduite à la fin des années 1980 par la Banque du Japon qui a favorisé les comportements spéculatifs. La combinaison de la dérégulation financière et d'une politique de faibles taux a induit une tolérance aux risques des agents et des institutions, tout en leur offrant les moyens d'un engagement spéculatif massif. La Banque du Japon n'a pas totalement failli dans sa mission car elle a su, bien mieux que la Réserve Fédérale américaine, associer croissance et stabilité dans les années 1980 [Cargill 1995]. En revanche, dans la deuxième partie de cette même décennie, alors que le niveau général des prix restait stable, sa politique monétaire laxiste a largement favorisé l'augmentation des prix des actions et des terrains.

De surcroît, les pouvoirs publics ont tardé à prendre la mesure des difficultés et à définir une stratégie pour la résolution des problèmes. Le scénario d'une digestion progressive des créances douteuses, privilégié jusqu'en 1995 par les pouvoirs publics, a été invalidé par des défaillances d'institutions financières à partir de 1994. Les autorités nippones ont alors été placées devant l'obligation de définir une stratégie de sortie de crise mieux adaptée au risque de système, ce qui requiert une socialisation des pertes par la mobilisation de fonds publics, orientation forte que les pouvoirs publics ne sont par parvenus à imposer.

163

Solidarités bancaires plutôt que prêteur en dernier ressort

Une des dimensions de la crise japonaise tient au fait que les pouvoirs publics n'ont pas défini une option claire de sortie de crise comme le firent les américains dans le cas des caisses d'épargne. Cette indétermination a une origine historique car la réglementation et les usages professionnels du « convoi sous escorte »¹¹ ont limité les risques financiers majeurs pendant quarante ans. Les obstacles sont également politiques en raison de la précarité des coalitions parlementaires qui entrave les démarches volontaristes. Une stratégie d'absorption graduelle de la crise a pour ces raisons longtemps prévalu avec l'espoir d'une reprise améliorant la demande de crédit et la rentabilité bancaire. Cet attentisme des pouvoirs publics japonais leur a interdit une intervention curative auprès des petites institutions les plus fragiles et induit le risque d'avoir à affronter la défaillance de grandes banques comme l'a stigmatisé les Fonds Monétaire International au printemps 1995.

Les difficultés pour faire émerger un plan de liquidation des usen attestent de cette absence de cohérence. Ces sociétés de crédit spéciali-

11. Selon cette stratégie, les banques progressaient en tandem au pas de l'entité la plus lente.

sées dans le financement de l'immobilier ont accumulé 8 400 milliards de yens de créances improductives (soit 74 % de leur encours de prêts) dont 6 300 irrécupérables. Sans accès direct à l'épargne japonaise, elles se sont financées essentiellement auprès des city banks, mais aussi du secteur financier coopératif. Dans ce dossier, le Ministère des Finances n'a envisagé explicitement un recours significatif aux capitaux publics qu'à partir du printemps 1995 et n'a finalisé un plan qu'au début 1996. Ainsi le budget 1996 comportait-il une ligne de 685 milliards de yens destinés à une structure de cantonnement pour permettre la liquidation des jusen. Mais on constate que l'effort majeur est réalisé par les banques qui abandonnent 5 200 milliards de yens de créances qu'elles détenaient sur les jusen, de même que les coopératives agricoles, mais pour un montant bien moindre de 530 milliards. La logique adoptée est donc d'affecter la majeure partie du fardeau aux actionnaires financiers des jusen, principalement des city banks.

Ce plan illustre les réticences à l'injection massive de fonds publics, perspective rejetée par l'opinion et par une fraction très active de la Diète. Le débat entre l'alternative d'un appel aux solidarités bancaires et d'un recours au prêteur en dernier ressort reste donc latent. Ce débat a notamment mis aux prises le Ministère des Finances, tenant de la progressivité, et l'Agence de Planification Économique (attachée au premier Ministre) militant pour un recours aux fonds publics selon le schéma américain ou scandinave. Pourtant, il est manifeste que la seule mobilisation des solidarités bancaires comporte des limites intrinsèques.

— La Coopérative d'Achat de Créances, structure de cantonnement créée en 1993 par les banques japonaises cessera d'héberger leurs créances douteuses à la fin mars 1998 pour tenter de liquider alors son portefeuille.

— Par ailleurs, le fonds de garantie des dépôts reste sous-dimensionné. Le gouvernement a en conséquence décidé de porter sur cinq ans le niveau des primes de 0,012 % à 0,084 %. Mais à ce terme, les dépôts ne seront plus assurés au-delà de 10 millions de yens.

La logique de réallocation des capitaux dans un espace bancaire dont les composantes sont toutes atteintes risque d'être, in fine, un jeu à somme nulle... Preuve de cette incapacité à gérer en interne la totalité des problèmes, la survie de la Nippon Credit Bank n'a été assurée en avril 1997 qu'au prix d'un accord passé avec Bankers Trust. L'accord comprend des participations croisées, la cession du réseau étranger de la Nippon Credit Bank et une assistance pour titriser les créances immobilières douteuses de la banque japonaise. Ce cas n'est pas isolé puisque la Barclays a signé une alliance qui comporte des analogies avec la Hokkaido Takushoku Bank également mal en point. Ces alliances inédites attestent de l'incapacité des banques japonaises à endiguer collectivement les défaillances sur leurs seules ressources.

La solution par le Big Bang ?

La sortie de crise passe certes par un dispositif d'apurement du stock de créances douteuses et par une intervention publique en cas de défaillance menaçant d'entraîner des répercussions systémiques. Une poursuite des adaptations réglementaires s'impose aussi car la situation actuelle marque l'échec des modalités et des objectifs de la déréglementation adoptées durant les années 1980. Cette déréglementation s'est avérée insuffisante pour conduire à une rationalisation de la production financière, tout en n'étant pas accompagnée d'améliorations adaptées de la supervision, ni de mise à niveau de l'assurance des dépôts.

Depuis le début de la crise, d'autres évolutions réglementaires sont déjà intervenues. A partir de 1993, les banques ont été autorisées à accéder au marché des services boursiers par l'intermédiaire de filiales selon des modalités assez largement inspirées de l'exemple canadien. Cette réforme comportait également le principe du décloisonnement des activités des banques entre elles — via la création de filiales spécialisées dans différents métiers — et surtout un accès élargi des maisons de titre aux activités bancaires, notamment sur le marché des changes. L'autre avancée importante de la déréglementation a porté sur la poursuite de la libéralisation des taux d'intérêt intervenue en octobre 1994 concernant les dépôts à vue. Cette affirmation d'une concurrence plus significative sur les taux a eu pour conséquence de raviver les revendications des banquiers japonais d'une banalisation du statut de la Poste qui offre une meilleure rémunération de l'épargne en raison d'un régime fiscal avantageux. Ce débat sur le thème des subventions croisées entre une activité postale de service public et une activité financière conventionnelle sans être propre au Japon, revêt un caractère explosif dans le contexte de la précarité du système bancaire japonais.

Mais la succession de défaillances d'établissements financiers a conduit le premier Ministre Hashimoto à accélérer le processus de déréglementation afin de renforcer la compétitivité financière nipponne en annonçant en novembre 1996 un Big Bang financier sur 1997-2001. Le projet, rendu public en juin 1997, est connu dans ses grands principes. Il s'agit tout d'abord de renforcer la concurrence entre banques, maisons de titres et compagnies d'assurance en diminuant sensiblement les barrières à l'entrée géographiques et fonctionnelles et en offrant plus de liberté aux institutions financières pour créer de nouveaux produits. Par ailleurs, la suppression progressive de la plupart des «cloisons anti-feu» instaurées par précédente réforme de 1993 et l'autorisation, à partir de 1998, de constituer des holding financiers correspondent à une nouvelle optique quant à l'organisation des entités financières. Ces holdings devraient notamment permettre aux city banks de renforcer les trust banks avec lesquelles elles sont liées. Soulignons toutefois que le pro-

blème des services financiers postaux n'est pas considéré par le projet. La Fédération des Associations Bancaires Japonaises avait pourtant milité à nouveau en mars 1997 en faveur d'un démantèlement de la Poste en trois entités (courrier, épargne et assurance-vie) et pour une privatisation de la composante « épargne ».

Tableau 3 :
Le calendrier du Big Bang

Année fiscale 1997
<ul style="list-style-type: none"> • Autorisation faite aux maisons de titres de gérer des paiements courants.
Année fiscale 1998
<ul style="list-style-type: none"> • Levée de l'interdiction de constituer des holdings financiers. • Les firmes et les particuliers seront autorisés à réaliser des transactions avec l'étranger sans autorisation gouvernementale. • Les firmes pourront avoir une activité de courtage en titres sans licence gouvernementale. • Les maisons de titres seront autorisées à étendre leurs services de gestion d'actifs
Année fiscale 1999
<ul style="list-style-type: none"> • Libéralisation totale des commissions des maisons de titres sur les transactions sur titres. • Application de la méthode market value aux titres négociés • Suppression des barrières à la mobilité entre les activités des banques, des trust bank et des maisons de titres • Autorisation pour les banques à émettre des obligations classiques
Fin de 2001
<ul style="list-style-type: none"> • Les banques et les maisons de titres seront autorisées à pénétrer le secteur des assurances
Échéance indéterminée
<ul style="list-style-type: none"> • Promulgation d'une loi sur les nouveaux services financiers qui régira l'activité des banques, maisons de titres et compagnies d'assurance

Source : Ministère des Finances

En contrepoint se pose également la question de l'aménagement de la supervision dont les lacunes et la complexité n'a pas permis de faire face aux dérives des organismes financiers. La multiplication des statuts des institutions financières à l'après-guerre a abouti à une duplication des autorités de tutelle avec en particulier une responsabilité des collectivités locales pour les établissements mutualistes et du Ministère de l'Agriculture pour certaines coopératives. Ces relations avec une multiplicité de superviseurs — souvent sans compétences adaptées — sont à l'origine de nombreuses dérives qui expliquent que la municipalité de Tokyo fut mise en cause dans plusieurs défaillances d'établissements intervenues en 1995 et 1996. Dès lors, il apparaissait souhaitable de centraliser l'information concernant l'activité financière, en particulier celle des organismes non bancaires et des compagnies d'assurance dans le but d'homogénéisation des conditions de supervision. Un projet de loi devrait conduire à la création de l'Agence de Supervision Financière en 1998. Cette agence, chargée de l'inspection et de la supervision des institutions financières, incorporera la Commission de Surveillance des Opérations Boursières. Contrairement aux souhaits du Ministère des Finances, elle sera sous la tutelle du premier Ministre. La perte de crédibilité du Ministère des Finances, suite notamment au scandale des maisons de titres ¹², n'est sans doute pas étrangère à l'érosion de ses prérogatives que marque très clairement la création de l'ASF. A l'issue d'une période de transition qui prendra fin en 2001, les secteurs financiers seront placés hors de la « tutelle administrative » du Ministère des Finances, principe qui pourtant était le pilier de l'organisation financière japonaise.

Un autre domaine de tension à considérer est celui qui porte sur la définition des prérogatives respectives du Ministère des Finance et de la Banque du Japon. Même si le mandat de la Banque du Japon lui attribue la responsabilité de la régulation financière, le Ministère des Finances a assumé ce rôle dans la pratique. Si la Banque du Japon a sensiblement gagné en indépendance durant les deux dernières décennies, notamment dans la formulation de la politique monétaire, ses efforts sont longtemps restés vains pour faire réformer la loi de 1942 qui place le Ministère de Finances au-dessus d'elle. Les déficiences du Ministère conduisent cependant à une autonomisation progressive de la Banque Centrale. A partir du 1er avril 1998, le pouvoir exécutif ne pourra plus remplacer le gouverneur avant l'expiration de son mandat, première étape sur le chemin d'une indépendance.

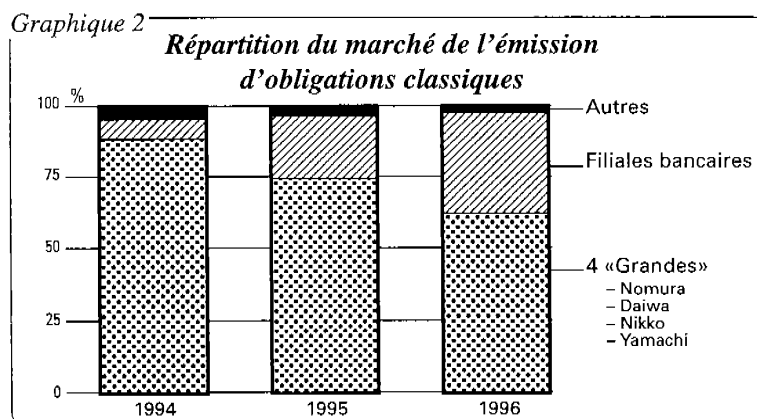
12. Après la révélation en 1991 de compensations illégales de pertes réalisées par des maisons de titres pour leurs gros clients - à commencer par des politiciens - le Ministère des Finances a subi de nombreuses critiques.

Notons qu'il existe d'autres oppositions entre institutions publiques : la Banque du Japon fait régulièrement pression pour réduire les avantages de la Poste concernant la gestion de l'épargne postale, tandis que le Ministère des Finances s'oppose à celui de la Santé sur la question de la gestion des fonds de pension et à celui de l'Agriculture concernant la gestion des coopératives agricoles. Ce problème de découpage fonctionnel est d'autant plus aigu qu'il s'inscrit dans un contexte de discrédit du pouvoir politique et de la haute administration, à tel point que début 1996, le nouveau Premier Ministre Ryutaro Hashimoto, tout en ayant fait de l'« assainissement financier » la priorité de son gouvernement, a rencontré de nombreuses difficultés pour désigner un Ministre des Finances.

Ambiguïté de la démarche et nouveaux risques

La clarification entamée n'incline pas nécessairement à l'optimisme et n'est pas dénuée d'ambiguïtés. Les opérateurs, tant japonais qu'étrangers, ont manifesté une certaine défiance à l'égard du projet de Big Bang et doutent des capacités du gouvernement Hashimoto à mener à bien les réformes économiques et financières promises. Ce scepticisme résulte en partie d'un hiatus entre l'affichage d'une volonté de changement radical — en faisant référence au Big Bang tel qu'il a été mis en œuvre par les britanniques — mais en prenant soin d'étaler ces réformes sur plusieurs années. Un calendrier plus ramassé présenterait cependant quelques dangers. Le graphique suivant indique que l'amorce de libéralisation du marché des émissions sur titres en 1993 a provoqué des réaffectations rapides de parts de marchés qui ne sont pas totalement étrangères aux résultats actuels des maisons de titre. Tous les compartiments de la sphère financière nipponne ne supporteraient sans doute pas des redéfinitions drastiques des règles conduisant à des chocs brutaux.

168



Le risque d'un calendrier plus compact serait aussi de voir apparaître des comportements de surenchère comme en a déjà produit la déréglementation des taux d'intérêts, achevée depuis 1994. Par exemple, une petite institution (la Johnan Shinkin) a assorti, en novembre 1994, ses contrats de dépôt d'un système de loterie, ce qui lui a permis de drainer en l'espace de 10 jours près de 40 milliards de yens. Cette initiative a provoqué un grand émoi au sein de la profession où les accusations de pratique déloyale se sont répandues; mais il s'est avéré que ce système contrevenait certes aux usages, mais non pas au règlement. Dewatripont et Tirole rapportent des excès moins pittoresques, mais d'une orientation identique, dans le cas américain : « La libéralisation des taux a même donné lieu dans les années quatre-vingt à l'émergence de « courtiers en crédit », qui orientaient l'épargne des individus vers les institutions les plus rémunératrices, et ce indépendamment de leur solvabilité, qui n'intéresse pas les déposants protégés pas l'assurance-dépôt » [1993 p.46].

Indépendamment des questions de calendrier, le Big Bang est également porteur de nouveaux risques qu'il convient de souligner. Le Big Bang, en remettant en cause les lignes de démarcation des métiers financiers, débouchera sur la formation de conglomerats. L'expérience indique que de telles structures sont d'une opacité qui complique leur surveillance dans une perspective prudentielle (conformité avec les normes de fonds propres) ou concurrentielle (subventions croisées) [OCDE 1993]. Ces structures sont de surcroît affectées de risques spécifiques, notamment de conflits d'intérêts ou de contagion de difficultés entre les filiales¹³, et peuvent même susciter des tendances collusives sous la forme d'une « tolérance mutuelle »¹⁴.

Plus généralement, les opérateurs financiers japonais sont conduits à intégrer dans leur pratique des produits nouveaux dont ils ont à faire l'apprentissage. Cette évolution intervient dans un système longtemps resté en marge des innovations financières et caractérisé, durant les années 1980, par un développement de la production sur un mode extensif plutôt que par une sophistication marquée de l'offre. De surcroît, les banques japonaises ont longtemps procédé à une analyse du risque dans le cadre de relations privilégiées avec leurs clients industriels. Les risques étaient alors évalués à partir d'une information privative et dans une relation de long terme, permettant un suivi presque quotidien. L'érosion progressive de ce schéma banque-industrie a pour

13. Le cas de Drexel Burnham Lambert illustre le phénomène de contagion en chaîne au sein d'un conglomerat à partir d'une difficulté localisée à une filiale.

14. Selon Edwards [1955] l'organisation en conglomerat encourage une tolérance mutuelle. Les conglomerats étant susceptibles d'être en friction sur de nombreux marchés, leur ardeur compétitive est émoussée car les avantages acquis au terme d'une vive confrontation sur un marché peuvent susciter par ailleurs des représailles qui annuleront le gain.

conséquence qu'une part significative des risques est d'une nature différente et est désormais assumée à partir d'une information de moindre qualité.

Pour ces raisons, en plus des aménagements de la supervision, les autorités japonaises ont manifesté une volonté de renforcer les normes prudentielles et, en particulier, de soumettre les banques régionales et les mutuelles au ratio international de capitalisation. Certes l'adoption de la norme internationale de fonds propres par les petits établissements devrait avoir un effet mécanique de consolidation et permettre le déroulement du processus concurrentiel tout en gommant la prise de risques excessifs. Des exemples étrangers indiquent que les cas de pénétration de nouveaux marchés sans perturbations extrêmes correspondent souvent à l'afflux de firmes correctement capitalisées qui, au besoin, ont pu opérer un retrait du marché dans des conditions acceptables [Davis 1992]. Mais la définition de normes prudentielles tend aussi à favoriser les mécanismes de « dialectique réglementaire » : un contournement de ces normes par des innovations appelant une nouvelle adaptation réglementaire, également contournée... En l'espèce, les banques japonaises sont incriminées pour leur propension à recourir à des actions à dividende prioritaires plutôt qu'à des actions ordinaires pour l'augmentation de leurs capitaux.

170

Des conséquences sur le modèle industriel nippon

Le Japon a longtemps offert l'exemple le plus abouti d'assujettissement de la sphère financière à la sphère réelle. Durant les décennies postérieures à la guerre, les opérateurs financiers ont fidèlement soutenu le développement industriel et même permis les ajustements sectoriels requis par les deux chocs pétroliers. La configuration qui se dessine est assez différente car la déréglementation accroît les pressions concurrentielles et incite les acteurs financiers à délaisser les solidarités antérieures, d'autant que la crise financière les a laissés exsangues. Autre facteur important, ce glissement intervient dans un contexte de redéfinition de la fonction économique des pouvoirs publics avec une réduction de la capacité des autorités à contrôler les banques et autres institutions financières et à leur confier une mission de politique industrielle. Les nouvelles règles qui émergent perturbent donc la stabilité des relations financières inhérentes au modèle japonais, semblent moins adaptées à une orientation des choix industriels sur le long terme et remettent en question la rationalité du « système de la banque principale » qui est le rouage essentiel du *corporate governance* nippon.

Des préférences des agents réorientées vers le court terme

Le risque d'une réduction de l'horizon des firmes industrielles japonaises s'est matérialisé dans les années 1980 par l'apparition de stratégies de financiarisation. Rien n'indique qu'un tel mouvement ait pris une ampleur supérieure au Japon à celle constatée dans les autres pays de l'OCDE et en particulier aux États-Unis ; cependant dans le cadre japonais, une telle évolution présente un contraste saisissant avec les pratiques antérieures. Certes, l'engouement pour la finance des industriels japonais dans les années 1980 semble temporairement retombé. Le fait est que les conditions exceptionnelles de la fin de cette décennie (profits élevés, rentabilité des investissements financiers supérieure à celle des investissements productifs) ne sont plus réunies. Pourtant le risque d'un « courtermisme » reste latent, mais porte moins pour l'avenir sur les dangers d'une dérive spéculative — qui conduirait les entreprises à privilégier des profits financiers à courte échéance — que sur l'instauration de relations de financement dans lesquelles prédomineraient les indicateurs de court terme.

Quels éléments permettent d'avancer l'idée d'une orientation antérieure vers le long terme des relations financières japonaises? De premiers arguments renvoient au classement des objectifs des firmes et, en particulier, à l'importance accordée aux États-Unis au retour sur investissement et à la valeur des actions, tandis que les firmes japonaises privilégieraient leur part de marché [Maskin 1995]. D'autres indices proviennent d'analyses spécifiques de secteurs ou de firmes. Le secteur des semi-conducteurs, et en particulier NEC, sont souvent pris en exemple [Sheard 1995]. Tout repose, fondamentalement, sur des différences de gestion des problèmes d'agence entre managers et actionnaires. Deux solutions principales s'opposent. La première consiste à faire converger les objectifs des actionnaires et des managers, en mesurant la performance de ces derniers par l'évolution de la valeur marchande des actifs; cette solution présente l'avantage de détourner les managers de projets allant à l'encontre des intérêts des actionnaires, mais a l'inconvénient d'induire un biais courtermiste. À l'inverse, dans la tradition japonaise, le manager est un salarié quasi-permanent de l'entreprise. D'une part, il n'est pas conduit à privilégier les projets de court terme dès lors que sa performance est évaluée sur le long terme. D'autre part, il accumule du capital humain spécifique à la firme. L'asymétrie d'information est en outre réduite par le contrôle exercé de la banque principale, mieux armée que des offreurs de capitaux sur un marché pour suivre l'affectation des fonds, de sorte que les firmes ne sont pas soumises à un risque de liquidité et peuvent s'engager sur le long. De plus, le système des participations croisées ne sanctionne pas les projets de long terme : les prises de participations sont stables et n'évoluent pas en fonction de la variabilité à court terme du prix des actifs.

Des signes tangibles d'évolutions profondes sont perceptibles. Le plus emblématique est probablement la modification du Code du Commerce en mai 1997 pour permettre la mise en œuvre de plans de *stock options* qui jusqu'alors étaient interdits. A partir de l'année fiscale ouverte en avril 1998 de tels plans seront proposés, ce qu'envisage Toyota, Sony ou la maison de titres Daiwa. Environ 70 % des 200 firmes recensées dans l'indice Nikkei ont déclaré être très intéressées par un tel système. Plus fondamentalement sans doute, la stabilité de l'actionnariat est mise à mal par la crise financière qui pousse certaines entités financières ou industrielles à liquider leur portefeuille d'actions. On sait que certains investisseurs comme les compagnies d'assurance-vie sont soumis à des contraintes de rendement qui modifieront leurs portefeuilles. Par extrapolation, l'avenir du système des participations croisées est en question avec, comme conséquences éventuelles, la fragilisation des keiretsu.

Une déstabilisation du « système de la banque principale » et des mécanismes du corporate governance

Ce glissement courttermiste renvoie à un problème plus global d'évolution du corporate governance japonais. Jusqu'alors, le « système de la banque principale » (SBP) occupait une fonction centrale dans l'organisation des mécanismes de *corporate governance*. Dans ce système, les banques sont en effet à la fois actionnaires et bailleurs de fonds des entreprises. À la différence des États-Unis, la réglementation japonaise a autorisé les banques à être des investisseurs actifs. Bien que la loi anti-monopole japonaise limite le quota d'actions détenues par une banque à 5 % du capital¹⁵, des pratiques bancaires coopératives ont permis de contourner cet obstacle et d'obtenir une véritable capacité d'intervention. Elles délèguent à cette fin leur pouvoir décisionnel à la banque principale, soit en général celle qui détient le plus d'actions et/ou de créances. La nature profonde du SBP n'émerge que lorsque la firme est en difficultés. Dans ce cas, la banque principale intervient rapidement grâce au poste d'observation privilégié dont elle dispose. Elle organise alors des aménagements financiers et l'offre de services divers allant de la mise à disposition de compétences en management à la recherche de débouchés commerciaux.

Le SBP peut-il subsister dans le cadre d'un schéma financier où les banques ont des contraintes forte de rentabilité et où les firmes industrielles se financent plus largement sur les marchés. L'idée mise en avant par Aoki [1994] est que si le mode de contrôle financier subit des évolutions sensibles, l'érosion du SBP ne signifie pas la fin des relations étroites avec les banques. Il estime qu'un SBP nouvelle manière est en

15. De 5 %, ce quota est passé à 10 % en 1951 pour être rétabli à 5 % en 1987.

court de recomposition et devrait reposer davantage sur un accompagnement pour l'émission de titres et autres services, mais moins sur une offre de prêts. Si, avec la désintermédiation, la capacité de *monitoring ex ante* diminue, les banques maintiendraient une aptitude spécifique au *monitoring* intermédiaire et *ex post*. D'autres auteurs esquissent plutôt la thèse d'une « étanchéité » : le changement des pratiques dû à la libéralisation affecterait en premier lieu les firmes indépendantes, tandis que les firmes dotées d'une banque principale continueraient à en dépendre fortement pour les prêts ou les émissions garanties [Campell et Hamao 1994]. Pour Prowse [1992] ou Weinstein et Yafeh [1994] cependant, les keiretsu, traditionnellement organisés autour d'un pôle bancaire fort, évolueraient vers la configuration des firmes indépendantes.

Mais ce débat comporte en fait deux questions qui méritent d'être distinguées : celle de la pérennité d'un mode de financement de l'industrie dominé par un face à face banque-firme et, par ailleurs et celle de la préservation d'un SBP doté de la plénitude de ses attributions antérieures. Concernant les relations banque-industrie, l'évolution la plus vraisemblable est celle d'une réduction de la part bancaire dans les financements des grandes entreprises par l'entrée d'autres opérateurs non bancaires et par un recours élargi aux marchés. Une des conséquences serait le développement d'une production tarifée de services financiers aux entreprises — segment plus dynamique que celui de l'offre de fonds — selon une tendance largement commune aux membres de l'OCDE. Concernant la deuxième interrogation, la reproduction d'un SBP doté d'une fonction centrale de *monitoring* est assez douteuse. Excentrées dans l'offre de fonds, les banques sont à la fois privées de certaines informations qui sont des outils de *monitoring ex ante* (l'analyse des projets préalable au montage financier), mais également de certains des bénéfices (la captation de rentes). Comme par ailleurs, la coopération interbancaires est rendue plus délicate dans une sphère financière déréglementée, le SBP ne peut que se présenter comme une architecture plus précaire¹⁶. La période 1990-97 comporte de nombreux exemples de défection des banques principales dans leurs interventions auprès des entreprises, c'est à dire d'impossibilité ou de refus d'appliquer les schémas antérieurs. Au premier semestre 1997, les faillites d'entreprises ont atteint des niveaux records, en partie sous l'effet d'une politique d'attribution de fonds plus rigoureuse de la part des banques aux entreprises en difficultés¹⁷.

16. Cette thèse est également celle de l'OCDE [1996]

17. Les faillites d'entreprises ont représenté un passif cumulé de 6330 milliards de yens.

Notons pour finir que cette inadaptation du *corporate governance* japonais traditionnel ne signifie pas nécessairement son « obsolescence » dans l'absolu. Certains travaux de la Banque Mondiale suggèrent que la référence aux principes japonais - en particulier le système de la banque principale - peut être utile au débat sur la transition des économies des pays de l'Europe de l'est. Un système proche du SBP semble cohérent dans des économies où les droits de propriété sont encore fragiles et les marchés financiers peu développés [Aoki et Kim 1995].

Les transformations du système japonais ont revêtu la forme d'un processus d'« essai-erreur ». Le projet de *Big Bang* est la dernière étape de ce processus chaotique et devrait modifier sensiblement les règles financières longtemps en vigueur, en mettant à mal notamment le principe de segmentation des activités qui avait résisté à deux décennies de déréglementation. On aura cependant compris que la rupture japonaise n'aura pas le caractère tranchant de celle mise en œuvre par les britanniques il y a dix ans : le calendrier est assez dilué, certains privilèges comme ceux des services financiers postaux sont préservés, la nature de la loi sur les « services financiers » de 2001 reste à préciser... Pourtant, tout bien considéré, il s'agit bien, sinon d'une rupture, du moins d'un basculement en ce sens que le projet crée des irréversibilités. Il entérine en particulier l'autonomie accrue des sphères financière et productive qui sera, à n'en pas douter, une des données fondamentales du modèle économique japonais en recomposition.

174

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Aglietta M. [1995], *Macroéconomie financière*, Repères, La Découverte, Paris.
- Aoki M. [1994], « Monitoring characteristics of the main bank system », in Aoki M. & Patrick H. (ed.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- Aoki M. [1995], « Controlling insider control : issues of corporate governance in transition economies », in Aoki et Kim (ed.), *Corporate Governance in Transitional Economies, Insider Control and the Role of Banks*, EDI Development Studies, Banque Mondiale.
- Aoki M., Kim H-K [1995] (ed.), *Corporate Governance in Transitional Economies, Insider Control and the Role of Banks*, EDI Development Studies, Banque Mondiale.
- Campbell J., Hamao Y. [1994], « Changing patterns of corporate financing and the main bank system in Japan », in Aoki M., Patrick H. (ed.), *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.

- Cargill [1995], «The bank of Japan and the Federal Reserve ; financial liberalization, independence, and regulatory responsibility», in Okabe M. (ed.), *The Structure of the Japanese Economy*, Mac Millan Press.
- Chen Y. [1994], « Conflicting interests in information disclosure and short-terms orientation of firms, *International Journal of Industrial Organization*, pp.211-225.
- Davis P. [1992], *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Clarendon Press.
- De Carmoy H. [1995], *La banque du XXI^e siècle*, Odile Jacob.
- Dewatripoint M., Tirole J. [1993], *La réglementation prudentielle des banques*, Payot.
- Dietsch M. [1992], « Quel modèle de concurrence dans l'industrie bancaire? », *Revue Economique*, 2.
- Edwards C.D. [1955], *Conglomerate Bigness as a Source of Power*, in *Business Concentration and Price Policy*, NBER Conference Report, Princeton University Press.
- Geoffron P., Rubinstein M. [1996], *La crise financière du modèle japonais*, Economica.
- Guttentag J.M., Herring R.J. [1986], «Disaster myopia in international banking», *Essays in International Finance*, 164.
- Hoshi T. [1995], «Evolution of the main bank system in Japan», in Okabe M. (ed.), *The Structure of the Japanese Economy*, Mac Millan Press.
- Kane E. [1988], «Interaction of financial and regulatory innovation», *American Economic Review*, Papers and Proceedings, mai.
- Lecler Y. [1995], « Internationalisation des entreprises japonaises et mutation du système de sous-traitance », in Beillevaire P., Gossot A., *Japon Pluriel : Acte du Colloque de la Société française des études japonaises*, Editions Picquier.
- Maskin E. [1995], « Long-term investment in japanese and american firms », *Japan and the World Economy*, pp. 249-254.
- Minsky H. [1982], «The financial instability hypothesis, capitalist processes and the behavior of the economy», in Kindleberger O. & Laffargue J.P. (ed.), *Financial Crisis, Theory, History and Policy*, Cambridge University Press.
- Minsky H. [1986], *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press.
- Mishkin F. [1992], «Anatomy of a financial crisis», *Journal of Evolutionary Economics*, 2.