

AKIYOSHI HORIUCHI¹

CRISE BANCAIRE, GOUVERNANCE PRIVÉE ET SUPERVISION

RÉSUMÉ. Cet article² explique tout d'abord pourquoi, depuis le début des années quatre-vingt-dix, le secteur bancaire au Japon est confronté au grave problème d'un volume excessif de créances douteuses. Puis il revient sur la genèse du système financier de ce pays, axé sur les banques. Ce système, qui se caractérise par sa fragilité, a été édifié après la crise de la fin des années vingt. Le contrôle exercé par l'État pendant la guerre a contribué à renforcer le poids des banques. Les mesures de reconstruction, lancées par les pouvoirs publics immédiatement après la seconde guerre mondiale, ont eu le même effet, aboutissant au démantèlement des grands groupes, les *zaibatsu*. L'article analyse ensuite la structure de gouvernance du sys-

tème financier japonais. En examinant l'effet disciplinaire de la concurrence, du marché des capitaux et de la surveillance exercée par les instances réglementaires sur le management des banques, nous parvenons à la conclusion que c'est principalement la politique publique qui empêche ces mécanismes d'être opérants. Le dysfonctionnement de la gouvernance bancaire est à l'origine de la profonde crise qui frappe les banques japonaises, mettant le système financier de ce pays dans une situation critique depuis fin 1997. Cette crise peut être considérée comme une violente réaction des marchés aux lacunes de la gouvernance bancaire.

Classification *JEL* : G21 ; G18 ; G38.

1. AKIYOSHI HORIUCHI est professeur à la Faculté de sciences économiques, Université de Tokyo (horiuchi@e.u-tokyo.ac.jp).

2. La présente analyse s'inscrit dans le cadre des recherches menées conjointement avec Masaharu Hanazaki à l'Institut de recherche sur la formation du capital (Japan Development Bank). Des versions antérieures ont été présentées lors de la réunion du *Japan Project* du NBER qui s'est tenue les 17 et 18 avril 1998 à Cambridge (Massachusetts), et de la Conférence sur l'économétrie, consacrée au marché des capitaux et au gouvernement d'entreprise (*Econometrics Conference, Capital Market and Corporate Governance*), organisée du 9 au 11 juillet 1998 à Shiga, au Japon. L'auteur remercie Cris Becker, Patrick Bolton, Peter Drysdale, Michael Gibson, Shinichi Hirota, Anil Kashyap, Hugh Patrick, Eric Rosengren et Yoshio Tsutsui pour leurs commentaires constructifs sur la précédente version de cette étude. Nous exprimons également notre gratitude au programme d'aide à la recherche scientifique du ministère japonais de l'Éducation, qui nous a aidé sur le plan financier. Enfin, nous remercions deux contributeurs anonymes pour leurs remarques intéressantes.

Depuis le début des années quatre-vingt-dix, le secteur bancaire japonais se débat pour sortir du borbier dans lequel il s'est enlisé en raison d'un volume considérable de créances douteuses. Cependant, ces efforts ne produisent que des résultats décevants. Dans un premier temps, les banques et les pouvoirs publics ont tenté de dissimuler la fragilité des comptes de ces établissements. Cette attitude reposait sur des anticipations optimistes, selon lesquelles l'économie japonaise ne tarderait pas à se remettre de « l'éclatement de la bulle » survenu au début de la décennie. Les responsables pensaient que la reprise économique ferait vite augmenter à la fois le cours des actions et les prix de l'immobilier, ce qui permettrait de gérer facilement les difficultés liées aux créances douteuses imputables aux projets immobiliers et aux investissements excessifs de certaines entreprises recourant à l'emprunt.

Mais ces espérances ne se sont pas concrétisées. Après un modeste rétablissement de l'économie de 1995 à 1996, la croissance du PIB japonais est redevenue négative. Le problème des créances douteuses empêche les banques de prêter activement à l'industrie, ce qui aggrave le recul économique. À son tour, cette situation détériore l'environnement des entreprises qui empruntent et accroît le volume des créances douteuses dans le secteur bancaire. Un cercle vicieux s'est ainsi instauré entre la crise bancaire et la crise économique. Et nous n'observons pas encore de signe montrant clairement que le Japon sort de ce cercle vicieux.

Il est surprenant de voir une crise aussi grave toucher les banques de ce pays, car on estime généralement que le système financier japonais, centré sur les banques, a su favoriser le développement industriel après la seconde guerre mondiale. Les banques sont considérées comme des acteurs importants du gouvernement d'entreprise au Japon. Il est également traditionnellement admis qu'elles supervisent les entreprises qui empruntent en entretenant avec elles des relations durables, de manière à empêcher les problèmes d'agence liés au financement (Aoki & *al.*, 1994). Pourquoi le secteur bancaire japonais qui, semblait-il, avait beaucoup fait pour soutenir le développement industriel, est-il alors devenu si fragile au cours de la dernière décennie ? C'est un grand mystère.

La présente analyse vise à répondre à cette question, sous l'angle de la théorie du gouvernement d'entreprise. Dans un système financier axé sur le secteur bancaire, la banque doit exercer une fonction essentielle, la supervision, pour que le gouvernement d'entreprise soit efficace. Néanmoins, elle est elle-même une entreprise qu'il faut superviser et discipliner, par tous les moyens. Mais « qui supervise le superviseur ? » La réponse qui vient naturellement à l'esprit est que c'est à l'instance réglementaire de superviser la gestion des banques, car il incombe aux pouvoirs publics de réglementer le secteur bancaire, essentiellement pour assurer la stabilité.

Dans ces conditions, qui supervise l'instance réglementaire ? Se pose là encore la question « qui supervise le superviseur ? ». Si l'on ne parvient pas à donner aux instances réglementaires des incitations efficaces pour surveiller et discipliner les banques, le système bancaire risque d'être instable et de faire peser un lourd fardeau sur le contribuable (Kane, 1995). Nous avançons ici l'hypothèse que le Japon n'a toujours pas réussi à répondre à ces questions. En d'autres termes, il existe un déficit de gouvernance des banques, qui est responsable de la fragilité de ce secteur et, surtout, de la persistance du problème des créances douteuses

dans ce pays. De surcroît, l'hypothèse d'un déficit de gouvernance nous permet d'appréhender les conséquences des réformes financières menées au titre du « plan de big bang » annoncé en novembre 1996 et des mesures d'urgence que le gouvernement met en œuvre depuis 1998.

La présente contribution est structurée comme suit : après avoir résumé les récentes évolutions du problème des créances douteuses au Japon, elle décrit brièvement la genèse d'un système financier centré sur les banques dans l'après-guerre. Puis la partie essentielle de l'exposé est consacrée aux aspects de la gouvernance du système financier japonais. Elle traite de l'effet disciplinaire de la concurrence et du marché des capitaux sur la gestion bancaire, ainsi que de la supervision exercée en retour par l'instance réglementaire. Nous soulignons que c'est principalement la politique gouvernementale qui empêche ces mécanismes d'être opérants. L'article explique ensuite comment le déficit de gouvernance a conduit à la grave crise du secteur bancaire, et comment les marchés ont réagi. Le système financier japonais est confronté à une situation critique depuis fin 1997, crise qui peut être interprétée comme une attaque lancée par les marchés en réaction à ce déficit de gouvernance. En conclusion, on s'interroge sur la manière dont les réformes en cours pourraient influencer sur l'économie du Japon compte tenu des interactions complexes entre les différents aspects financiers des entreprises.

L'état des lieux de la crise bancaire japonaise

C'est en mars 1996 que les banques japonaises ont publié pour la première fois des chiffres détaillés sur les créances douteuses. En mars 1998, elles ont élargi la définition de ce type de créances en comparant ces statistiques à celles des États-Unis³. Le TABLEAU 1 résume les chiffres annoncés. Il en ressort que toutes les banques, notamment les grandes, ont réduit de plus de 5 000 milliards de yens leurs provisions pour pertes entre mars 1998 et mars 2000. Elles ont donc sorti de leur bilan l'énorme volume de créances douteuses, mais le chiffre constaté en mars 2000 n'était guère différent de celui de mars 1998. Nous pouvons en conclure que des créances douteuses se sont à nouveau accumulées de 1998 à 1999, probablement suite à la dégradation des conditions macroéconomiques. Il convient également de noter que ces créances se sont accrues considérablement pour les banques coopératives de crédit, de 1999 à 2000. Ce tableau ne nous permet donc pas d'être optimiste quant à la situation actuelle.

3. Le ministère des Finances a défini quatre catégories de prêts bancaires : (1) les prêts jugés recouvrables, (2) les prêts que les banques doivent gérer avec attention pour obtenir leur remboursement, (3) les prêts très difficilement recouvrables et (4) les prêts que l'on estime irrécouvrables. L'Agence de supervision financière (*Financial Supervisory Agency*, FSA), récemment mise sur pied, a adopté cette classification. Les prêts dits « problématiques » sont ceux qui entrent dans les catégories (2) à (4). C'est la situation financière de l'emprunteur qui montre s'il y a ou non problème. Si une entreprise est considérée comme étant en péril, tous les prêts qui lui sont accordés sont qualifiés de « problématiques ». En revanche, ce sont les conditions attachées à chaque prêt qui signalent si les créances sont douteuses, voire irrécouvrables, du point de vue des banques. En effet, même si un emprunteur est en situation de détresse financière, la part de ses emprunts parfaitement couverte par une garantie est jugée recouvrable. Du fait de ces différences de définition, le volume des « prêts problématiques » déterminé selon les critères de l'Agence de supervision financière a tendance à être nettement plus élevé que celui des créances douteuses annoncées.

TABLEAU 1

Chiffres relatifs aux créances douteuses publiés par les banques japonaises*					
En mille milliards de yens					
	Mars 1996	Mars 1997	Mars 1998	Mars 1999	Mars 2000
<i>Grandes banques</i>					
Définition étroite ^(a)	21,87 (5,6)**	16,44 (4,2)	14,52 (4,0)		
Définition large ^(b)			21,98 (6,0)	20,25 (6,3)	19,77 (6,2)
				20,37 (6,4) ^(c)	20,32 (6,4) ^(c)
Provisions pour pertes sur prêts	10,35 (2,6)	9,39 (2,4)	13,00 (3,7)	9,26 (2,9)	7,68 (2,4)
<i>Toutes banques</i>					
Définition étroite ^(a)	28,50 (4,9)	21,79 (3,7)	19,53 (3,5)		
Définition large ^(b)			29,76 (5,4)	29,63 (5,8)	30,3 (6,1)
				30,29 (6,0) ^(c)	31,3 (6,3) ^(c)
Provisions pour pertes sur prêts	13,29 (2,3)	12,33 (2,1)	17,82 (3,2)	14,80 (3,2)	12,23 (2,5)
<i>Banques coopératives de crédit</i>					
Définition étroite ^(a)	6,30 (4,8)	6,11 (4,8)	5,45 (4,0)		
Définition large ^(b)				9,03 (6,7)	11,00 (8,3)
				9,37 (6,9) ^(c)	11,17 (8,4) ^(c)
Provisions pour pertes sur prêts	1,76 (1,3)	2,66 (2,1)	4,09 (3,0)	4,51 (3,3)	4,12 (3,1)

* Le groupe Grandes banques comprend les banques commerciales ordinaires (city banks), les banques de crédit à long terme et les banques de gestion de patrimoine (trust banks).
Le groupe Toutes banques inclut les grandes banques, les banques régionales principales et les banques régionales de catégorie II.
** Les chiffres entre parenthèses correspondent au pourcentage par rapport au montant total des prêts.

(a) Prêts aux emprunteurs en faillite, prêts dont le remboursement est suspendu depuis au moins 6 mois et prêts assortis d'un taux d'intérêt ramené en deçà du taux d'escompte de la Banque du Japon au moment où celle-ci a baissé ses taux.
(b) Prêts aux emprunteurs en faillite, prêts dont le remboursement est suspendu depuis au moins 3 mois et prêts aux entreprises en restructuration avec l'aide des créanciers.
(c) Créances douteuses au sens large, dont celles des filiales des banques.

Il impose également des mesures d'urgence. Le volume énorme des créances douteuses est synonyme de pénurie de fonds propres pour les banques. Le secteur bancaire devait regonfler ses fonds propres pour redevenir sain. Cependant, dans la plupart des cas, il était difficile, ou extrêmement coûteux, de lever rapidement sur le marché les capitaux nécessaires. Le gouvernement a donc décidé de débloquer des fonds publics, tant pour aider certains établissements à renforcer leur capitalisation que pour liquider les banques en faillite. Au début de 1998, il a ainsi instauré un compte public spécial (le « compte de gestion de la crise financière », d'un montant de 13 000 milliards de yens, au sein de l'Office d'assurance-dépôts (*Deposit Insurance Corporation* : DIC), suite à la loi d'urgence pour la stabilisation des fonctions financières, entrée en vigueur en février 1998. Le compte de gestion de la crise financière devait servir à injecter des fonds dans « les banques solvables, mais faiblement capitalisées ». Un autre compte spécial, de 17 000 milliards de yens, a également été ouvert auprès de l'Office d'assurance-dépôts afin de protéger tous les déposants des banques défailtantes. Enfin, l'État a versé 1 800 milliards de yens à 21 banques (18 grandes banques et

3 banques régionales importantes). Néanmoins, comme on le montrera *infra*, cette mesure d'urgence n'a pas réussi à calmer les turbulences qui secouaient les marchés financiers depuis la fin de 1997.

En octobre 1998, l'échec du « compte de gestion de la crise financière » a contraint l'État à introduire un autre train de mesures d'urgence afin de faire face à la crise bancaire : la loi sur les mesures d'urgence pour le redressement financier et celle sur les mesures d'urgence pour le rétablissement rapide des fonctions du système financier. Ces lois avaient pour objet d'étendre nettement le pouvoir d'intervention des autorités financières dans la gestion des banques, de manière à stabiliser le système financier du pays. Elles autorisaient également l'État à débloquer 43 000 milliards de yens de fonds publics pour liquider les banques en faillite et recapitaliser les banques « solvables » qui souffraient d'un manque de capitaux⁴.

Cet ensemble de mesures, introduites par les deux lois relatives aux dispositifs d'urgence d'octobre 1998, a été appliqué pour nationaliser temporairement les deux banques de crédit à long terme, la Long-term Credit Bank et la Nippon Credit Bank, qui, d'après l'évaluation de la FSA, représentaient un actif net négatif. Il a également permis de fournir 7 500 milliards de yens à 15 grandes banques, en mars 1999, à la demande de ces établissements et à la condition qu'ils restructurent leur gestion en profondeur. Cette injection de capitaux a gonflé de 25,6 % les fonds propres de ces 15 établissements et fait passer d'un peu moins de 9 % à 11,3 % leur ratio de fonds propres selon les critères de la BRI. De plus, la Commission de redressement financier, créée par la loi sur les mesures d'urgence, a permis d'apporter 545 milliards de yens à 7 banques régionales, en septembre 2000. A cette date, les banques japonaises avaient ainsi reçu au total près de 10 000 milliards de yens de fonds publics au cours des 30 derniers mois.

Bien que temporaire, cette injection de fonds publics a abouti à la nationalisation partielle du principal pan du secteur financier du pays. Il n'en demeure pas moins que cette politique ne règle pas complètement la question de la fragilité des banques. L'État doit donc obliger ces banques à réorganiser drastiquement leur gestion afin d'accroître leur valeur sur le marché le plus rapidement possible. S'il n'y parvient pas, ses intérêts dans le secteur bancaire en pâtiront, sous la forme de pertes financières, ce qui, à l'avenir, pèsera encore davantage sur le budget public⁵. Cependant, il ne sera pas facile d'accroître la productivité des banques à brève échéance. Surmonter la crise actuelle demeure une gageure pour le système financier japonais.

4. Les lois adoptées en octobre 1998 prévoient la constitution d'un fonds public de 18 000 milliards de yens en vue de la liquidation ou de la nationalisation provisoire des banques en faillite, ainsi que la création d'un autre fonds public, d'un montant de 25 000 milliards de yens pour la recapitalisation des établissements solvables mais sous-capitalisés. Introduit au début de 1998, le compte de gestion de la crise financière a été supprimé par la loi votée en octobre de la même année, ce qui laisse à penser que la mesure d'urgence consistant à injecter 1 800 milliards de yens dans 21 banques, en mars 1998, n'a pas pu améliorer la santé du secteur bancaire japonais. Parallèlement, l'Office d'assurance-dépôts a reçu une dotation publique de 17 000 milliards de yens pour protéger les déposants des banques en faillite. Le gouvernement a ainsi apporté au total 60 000 milliards de yens pour surmonter la crise bancaire actuelle. Les membres de la Diète japonaise ont pris une part très active dans l'élaboration de ce train de mesures d'urgence, après la grave crise financière de la fin 1997. Ils craignent surtout que le resserrement du crédit provoqué par la pénurie de capital bancaire aggrave le ralentissement de l'économie.

5. Quelques banques en faillite nationalisées un temps ont ensuite été cédées au privé à la condition que les acheteurs puissent revendre les actifs de ces banques au prix d'achat lorsque leur valeur diminuerait, après l'acquisition. Les acteurs privés ayant peu de moyens d'estimer la valeur des actifs de ces banques, l'État a dû créer des sortes d'options de vente pour se débarrasser rapidement de ces établissements. Cependant, c'est à l'avenir l'État qui supportera la charge de ce dispositif.

La centralisation du système financier japonais sur les banques

Il est utile d'avoir une vue d'ensemble de la genèse du système financier japonais centré sur le crédit bancaire, avant d'examiner les raisons pour lesquelles ce mécanisme s'est enrayé. Pendant la période de forte croissance, entre le début des années cinquante et le début des années soixante-dix, le crédit bancaire a été la principale forme de financement des entreprises au Japon. Cependant, cette prédominance constituait un phénomène relativement nouveau, concernant le financement à long terme. Le TABLEAU 2 présente l'évolution de la composition des levées de fonds par les entreprises non financières, à compter des années trente. Il en ressort que, depuis les années quarante, les entreprises japonaises qui ont eu besoin de financement ont recouru essentiellement au crédit bancaire⁶. Le point de vue traditionnel, qui met l'accent sur l'efficacité des relations entre banques et entreprises, s'appuie sur les faits observés pendant la période de forte croissance. Il s'agissait alors de réorganiser de fond en comble un secteur bancaire durement éprouvé par la crise de la fin des années vingt et de reconstruire le système écono-

TABLEAU 2

Sources de financement des entreprises non financières japonaises	Moyennes, en %					
	1931-1940	1941-1944	1946-1955	1956-1965	1966-1975	1976-1985
Bénéfices non distribués et amortissements *	37,0	28,8	37,0	41,1	43,8	58,8
Emprunts auprès d'organismes financiers privés, (crédit bancaire)	27,3 (21,1)	41,8 (45,8)	45,4 (31,7)	43,7 (26,1)	45,8 (23,8)	32,4 (20,3)
Emprunts auprès d'organismes financiers publics	- 0,9	1,2	6,8	4,3	4,9	4,4
Obligations	4,3	8,6	2,3	2,6	2,0	1,4
Actions	31,0	19,5	8,7	8,3	3,4	3,1
Autres	1,3	0,1	-0,2	0,0	0,1	- 0,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Les chiffres relatifs aux bénéfices non distribués et aux amortissements sont extraits des statistiques nationales sur le revenu qui se fondent sur les données communiquées par l'Agence de planification économique. Elles ne proviennent donc pas de la même source que les autres chiffres, qui émanent de la Banque du Japon. Ces chiffres doivent être considérés avec prudence. La Banque centrale du Japon a cessé de les publier en 1986.

Source : Banque du Japon, *Economic Statistics Annual*, diverses éditions.

6. Calder (1993, p. 29) indique que « contrairement à leurs pratiques après la deuxième guerre mondiale, dans les années vingt et trente, les entreprises japonaises recouraient largement à l'émission d'obligations. Même en 1931, ces titres représentaient 29,9 % de leur financement externe, contre seulement 13,6 % d'emprunts bancaires. »

mique immédiatement après la fin du conflit mondial. Le problème des créances douteuses qui se pose depuis le début des années quatre-vingt-dix indique que cette politique est à présent dans l'impasse. La nouvelle crise bancaire oblige à modifier profondément le système financier japonais.

La restructuration avant la guerre

Pendant les années vingt et trente, le secteur bancaire japonais subit une restructuration de grande ampleur, après le mouvement de panique survenu en 1927. L'État entreprend de reconstruire ce secteur en réduisant le nombre des banques commerciales. La nouvelle loi bancaire de 1927 fixe un seuil de capitalisation. À l'époque, le ratio de fonds propres (1,0 million de yens) est très contraignant pour les banques : si celles-ci ne peuvent pas s'y conformer dans un délai de cinq ans, elles sont soit liquidées, soit fusionnées avec d'autres afin d'accroître leur niveau de capitalisation.

À l'issue de ces cinq années, le ministère des Finances a continué de réduire le nombre des banques pour accroître encore la taille des établissements. Sur une période de dix-neuf ans, de 1926 à 1945, il a ainsi ramené le nombre des banques commerciales de 1 420 à 61. Parallèlement, la taille des entités a augmenté considérablement : en moyenne, celle des banques régionales est multipliée par 37 en termes de dépôts réels, et par 13 en termes de prêts réels. Cette restructuration avant-guerre a été l'un des principaux facteurs de la domination des banques sur le financement des entreprises japonaises après la guerre.

Les conséquences du contrôle exercé par l'État pendant la guerre

Certains chercheurs soulignent que, pour le meilleur ou pour le pire, le contrôle exercé par l'État pendant la guerre a jeté les bases du système financier japonais de l'après-guerre, centré sur le secteur bancaire. En 1937, l'État commence notamment à limiter la capacité des entreprises à lever des fonds sur le marché des titres et à encadrer l'allocation du crédit bancaire à l'industrie. Il semble que cette politique restrictive ait fragilisé le fonctionnement des marchés des titres servant au financement des entreprises. Par ailleurs, en 1944, l'État introduit un « système d'établissements financiers désignés » : chaque entreprise d'armement est rattachée à une grande banque chargée de répondre à tous ses besoins financiers. Les banques désignées doivent accorder des prêts à ces entreprises et superviser leur gestion. Bien que ce système ait été supprimé en 1946 par le Commandement suprême des forces alliées, certains avancent qu'il a été à l'origine des relations durables entre banques et entreprises qui se sont instaurées après guerre (Teranishi, 1994 ; Hoshi & al., 1994).

Cependant, du point de vue du gouvernement d'entreprise, on peut mettre en doute la validité de cet argument. Il est certes largement admis que, si une banque entretient des relations à long terme avec une entreprise, elle peut suivre de près cette cliente (Horiuchi & al., 1988 ; Aoki, 1994). Mais le système des établissements financiers désignés n'a pas paru en soi améliorer la capacité de supervision des banques, car c'est l'État qui, explicitement ou implicitement, garantissait les crédits bancaires accordés aux entreprises d'armement. Les banques désignées n'avaient donc pas à se préoccuper de la solvabilité de leurs principaux emprun-

teurs. En d'autres termes, le système bancaire était dépourvu d'incitations à surveiller les emprunteurs⁷.

Certains éléments montrent que la forte participation des banques à l'économie de guerre a sapé leur capacité d'intermédiation financière. Il convient également de souligner que la suspension, en août 1946, du remboursement des dépenses de guerre par l'État – 150 milliards de yens (soit 17 % du PNB en 1946) – a porté un rude coup aux banques. Le TABLEAU 3 présente la proportion des prêts bancaires par rapport à la monnaie en circulation dans l'économie. La monnaie en circulation est censée constituer une variable de substitution exprimant le niveau d'activité financière à l'échelle nationale. D'après ce tableau, le rapport entre les prêts bancaires et la monnaie a diminué pendant la guerre et dans l'immédiat après-guerre. Il n'est revenu à sa moyenne d'avant-guerre qu'en 1955, ce qui indique à quel point les contrôles instaurés pendant le conflit mondial ont détérioré la capacité de médiation financière des banques. En ce sens, les contrôles n'ont pas contribué directement à l'édification du système financier centré sur les banques. Ils ont seulement entravé le développement des marchés de titres.

TABLEAU 3

Crédit bancaire et monnaie en circulation*

En milliards de yens

Fin d'année	Crédit bancaire (a)	Monnaie en circulation (b)	Ratio (a)/(b)
1931	9,88	1,652	5,99
1932	9,57	1,727	5,55
1933	9,13	1,853	4,93
1934	8,80	1,938	4,54
1935	9,00	2,025	4,44
1936	9,50	2,193	4,33
1940	18,90	5,218	3,62
1945	97,60	56,600	1,72
1950	994,70	425,400	2,34
1955	3 195,80	694,900	4,60
1960	8 182,60	1 296,700	6,31
1965	19 217,90	2 697,600	7,12

* Le crédit bancaire provient des comptes de l'ensemble des banques, la monnaie se compose des billets émis par la Banque du Japon, des bons du Trésor et des pièces de monnaie divisionnaire.

Source : Service de la recherche et des statistiques, Banque du Japon, *Economic Statistics Annual*, 1982.

7. La récente analyse théorique indique que l'asymétrie de l'information entre prêteurs et emprunteurs crée, à elle seule, des relations durables entre banques et entreprises (Sharpe, 1990 ; Rajan, 1992). Par conséquent, même si l'État n'avait pas introduit de dispositif tel que le système des établissements financiers désignés, banques et entreprises auraient noué d'étroites relations à long terme, indépendamment de toute influence. Le système des établissements désignés pourrait tout au plus expliquer pourquoi telle entreprise choisit telle banque comme banque principale.

La reconstruction des établissements financiers après la guerre

Le Japon a été très prompt à reconstruire son secteur bancaire à la fin de la guerre. S'agissant du gouvernement d'entreprise, il convient en particulier de noter que les banques n'ont pas été concernées par la loi de déconcentration de décembre 1947, adoptée sous la houlette du Commandement suprême des forces alliées en vue de démanteler les *zaibatsu* et les monopoles, qui avaient joué un rôle important dans l'économie de guerre⁸. En février 1948, cette loi a dressé une liste de plus de 300 entreprises non financières à dissoudre, mais le gouvernement a décidé qu'elle ne s'appliquerait ni aux banques ni aux autres établissements financiers.

Dans le même temps, les *zaibatsu* ont été dissous comme l'exigeait le Commandement suprême des forces alliées. Créée en août 1947, la commission de liquidation des holdings a désigné 83 holdings à démanteler dans un délai d'un mois. Dans la mesure où ces holdings constituaient le système nerveux central des *zaibatsu*, leur démantèlement a profondément modifié leur administration, ainsi que celle d'autres entités importantes, et propulsé les grandes banques au rang de principales instances de contrôle des entreprises dans le Japon de l'après-guerre (Miyajima, 1994 ; Okazaki, 1997). À l'évidence, ce processus spécifique de reconstruction de l'économie japonaise a favorisé un gouvernement d'entreprise centré sur les banques. Comme le montre le TABLEAU 2, les entreprises non financières ont particulièrement recouru au crédit bancaire pendant la période de forte croissance, du milieu des années cinquante au début des années soixante-dix.

Les banques japonaises étant autorisées à détenir des actions de leurs entreprises clientes, dans les limites fixées par la loi anti-monopoles, elles pourraient atténuer le problème d'agence, dû au conflit d'intérêts entre détenteurs d'obligations et actionnaires, car elles ont ce double statut (Stiglitz, 1985). Il convient également de noter que les banques ont joué un rôle de premier plan dans les participations croisées entre entreprises et établissements financiers⁹. Les dirigeants en place ont ainsi été mieux armés face aux menaces d'OPA hostiles, ce qui a affaibli les mécanismes disciplinaires du marché des capitaux. Cela ne signifie pas, bien évidemment, qu'un système efficace disciplinant la direction des entreprises fasse défaut. Il est généralement admis que ce sont les banques, et non les marchés des capitaux, qui sont censées superviser et discipliner les entreprises (voir par exemple Prowse, 1995).

8. La loi anti-monopoles a été votée en avril 1947 sous la pression des forces d'occupation. Elle devait empêcher l'émergence de monopoles au sein de l'économie japonaise, mais n'a pas pu supprimer ceux déjà mis en place par les grandes entreprises appartenant à des *zaibatsu*. C'est pourquoi, parallèlement, la loi de déconcentration a été adoptée pour dissoudre ces *zaibatsu*.

9. Le démantèlement des *zaibatsu* a obligé à vendre d'importants blocs d'actions détenus par les sociétés apparentées à ces groupes. Les actions de ces sociétés ont donc été dispersées entre de nombreux petits investisseurs. Cette dispersion du capital a exposé les entreprises concernées au risque de raid ou de chantage financier. Face à ce risque, les entreprises ont commencé à recourir à des participations croisées, afin de contenir les pressions extérieures que le marché boursier faisait peser sur leur management (Sheard, 1991).

Le déficit de gouvernance dans les banques

Nous venons de voir comment le gouvernement d'entreprise s'est organisé autour du crédit bancaire immédiatement après la deuxième guerre mondiale. Nombreux sont ceux qui estiment que cette configuration a permis d'atténuer les problèmes d'agence liés au financement des entreprises (Hoshi & *al.*, 1991 ; Aoki & *al.*, 1994). On pense généralement qu'au Japon, les banques veillent à ce que les entreprises soient gérées avec efficacité, mais procèdent d'une manière très différente du système anglo-américain, dans lequel les marchés des capitaux exercent une influence décisive sur le gouvernement d'entreprise (voir par exemple Roe, 1992). Cependant, depuis le début des années quatre-vingt-dix, le problème des créances douteuses indique que les banques ne réussissent pas toujours à discipliner les entreprises qui empruntent. La récente crise bancaire a amené à remettre en cause l'opinion conventionnelle qui insiste sur l'efficacité d'un système financier centré sur les banques (Weinstein & Yafeh, 1998 ; Morck & Nakamura, 1998).

Dans ce système, le gouvernement d'entreprise n'est pas efficace si les banques ne sont pas encouragées à exercer leur fonction de supervision. Mais rappelons que les banques sont elles aussi des entreprises qui doivent être supervisées et disciplinées afin d'être bien gérées et jouer un rôle important dans la gouvernance. Or, nous allons voir maintenant que le Japon n'a pas su les motiver pour qu'elles soient de bons superviseurs. La crise bancaire actuelle tient fondamentalement à cet échec.

D'une manière générale, trois facteurs peuvent discipliner la gestion bancaire :
 — un marché des capitaux sur lequel les investisseurs, notamment les déposants, surveillent les activités des différentes banques, ou sur lequel la menace d'OPA hostiles encourage les dirigeants à améliorer les résultats ;

— une concurrence dans le secteur bancaire, qui élimine les entreprises mal gérées ;

— une surveillance exercée par les instances réglementaires, qui empêche les banques de prendre des risques excessifs *ex ante* ou qui contraint celles en difficulté à se restructurer *ex post*.

Au Japon, aucun de ces mécanismes disciplinaires n'est efficace. Le déficit de gouvernance, c'est-à-dire le manque de gouvernance managériale, engendre une gestion inefficace et d'importants retards dans la réorganisation du management que nécessite le volume croissant de créances douteuses depuis le début des années quatre-vingt-dix.

Le manque de discipline de la part des marchés des capitaux

La conception anglo-américaine du gouvernement d'entreprise met en avant l'importance de l'effet disciplinaire des marchés de capitaux sur le management des banques. Cependant, en ce qui concerne le secteur bancaire japonais, cet effet ne s'est pas exercé, principalement parce qu'il existait un vaste filet de sécurité dissuadant les investisseurs à continuer de superviser avec attention la gestion bancaire. Il convient également de mentionner les participations croisées entre

grandes banques. Les banques japonaises étaient au centre de cette pratique traditionnelle, qui avait pour objectif de les protéger contre les pressions des marchés des capitaux. Au Japon, ceux-ci n'ont pas pu discipliner la direction des banques¹⁰.

LE FONCTIONNEMENT DU FILET DE SÉCURITÉ. Le filet de sécurité financier est un système social conçu pour gérer les situations de détresse financière des banques et répartir entre les parties concernées les coûts sociaux liés aux faillites. Ce filet est largement reconnu comme indispensable pour minimiser les répercussions des faillites des banques et des autres établissements financiers sur le système financier dans son ensemble (Diamond & Dybvig, 1983). Néanmoins, son fonctionnement modifie la répartition *ex post* du coût social des faillites. Cette conséquence, en termes de partage du risque, incite peu les déposants et les autres investisseurs à exercer une surveillance, car ceux-ci sont explicitement ou implicitement protégés contre les pertes découlant des faillites bancaires (Black & al., 1978). Par conséquent, si l'on veut que le filet de sécurité reste viable, des mesures d'incitation appropriées sont nécessaires afin de renforcer la supervision de la gestion bancaire. Plus le filet de sécurité financier est étendu, plus les banques sont incitées à adopter un comportement induisant un risque moral et, donc, plus les instances réglementaires doivent superviser les banques pour les empêcher de prendre des risques excessifs à la place des déposants et des investisseurs¹¹.

Le système financier japonais disposait d'un vaste filet de sécurité, déployé par les instances réglementaires. Il était habituel que le ministère des Finances renfloue ou démantèle les établissements financiers en péril, en collaboration

10. D'après la théorie standard du financement des entreprises, le degré de concentration de la propriété du capital des entreprises joue un rôle important en tant qu'instrument de supervision des entreprises par les marchés des capitaux (Prowse, 1992). En réalité, l'actionnariat des banques japonaises est plus dilué que celui des établissements non financiers. Selon Kim et Rhee (1997), les six principaux actionnaires des banques détiennent en moyenne 18,5 % de l'ensemble des titres en circulation. En revanche, Prowse (1992) estime que les cinq premiers actionnaires des entreprises d'extraction minière et de transformation contrôlent 33,1 % de ce total. Le marché japonais des capitaux n'est donc guère en mesure de superviser la gestion bancaire.

À noter également : les sociétés d'assurance sont souvent les actionnaires les plus importants des banques. Elles ont été très utiles à ces établissements lorsque ceux-ci ont dû renforcer leur capitalisation à partir de la fin des années quatre-vingt. Les banques japonaises ont émis un volume substantiel de titres d'emprunts (prêts) de second rang de manière à accroître leurs fonds propres pour respecter les normes fixées par la BRI. Ce sont les sociétés d'assurance qui, pour aider les banques, ont acquis la majeure partie de ces titres. Leur principale intention n'était pas de superviser les banques plus étroitement, mais d'entretenir des relations commerciales durables avec elles. L'assurance est le segment financier le plus protégé au Japon. L'État a souvent tenté d'utiliser « pour le bien public » la rente accumulée par les assureurs, et ces derniers ont eu tendance à se conformer exactement à la politique publique. Ainsi, nombre d'observateurs à la bourse de Tokyo ont estimé que le gouvernement japonais conseillait implicitement les sociétés d'assurance et les autres investisseurs institutionnels pour qu'ils conservent leurs positions sur le marché boursier afin de contrebalancer les pressions à la baisse sur les actions. Il est donc plausible qu'il ait autorisé les banques à émettre des titres d'emprunt de second rang pour augmenter leur capitalisation à la fin des années quatre-vingt, immédiatement après l'entrée en vigueur des normes de fonds propres de la BRI, puis qu'il ait ordonné (ou recommandé ?) aux assureurs d'apporter un soutien aux banques en achetant la plupart de ces titres. Si tel est le cas, les sociétés d'assurance sont loin d'exercer une supervision fiable des banques.

11. La suppression totale du filet de sécurité financier inciterait davantage les déposants et investisseurs à superviser et discipliner les banques. Cependant, la plupart des déposants n'ont qu'un petit patrimoine et ne bénéficient donc pas d'économies d'échelle lorsqu'ils collectent et analysent des informations sur les banques. Il existe en outre un problème de « comportement de passager clandestin », qui entrave la production efficiente d'informations. Il ne serait donc pas réaliste de s'en remettre entièrement à la discipline du marché pour préserver la stabilité du système bancaire. Comme l'avancent Dewatripont et Tirole (1994), il faut disposer d'une sorte de filet de sécurité financier pour protéger les petits investisseurs dans le secteur bancaire.

étroite avec la Banque du Japon et des organismes financiers privés, notamment les grandes banques faisant partie des banques commerciales ordinaires (*city banks*) et des banques de crédit à long terme. Ces interventions du ministère des Finances devaient protéger non seulement les déposants, mais également les investisseurs dans les titres d'emprunt des banques (à l'exception des dépôts). Elles prémunissaient même les actionnaires contre le risque de faillite bancaire¹². Le ministère conseillait (ou, plus précisément, obligeait) les banques privées à venir en aide aux établissements en péril. Il est à noter que le Japon n'avait pas fixé de règle explicite pour l'injection de fonds publics (c'est-à-dire une partie de l'argent des contribuables) destinés à faire face aux faillites bancaires. Les grandes banques et institutions financières étaient tenues de supporter les coûts de ce filet de sécurité. Il n'est pas besoin de préciser que ce fardeau a été implicitement transféré aux destinataires finals des services bancaires et financiers, sous la forme d'une baisse de la rémunération des dépôts, d'une hausse des taux d'intérêt sur les emprunts ou de prestations de mauvaise qualité.

Le plus important plan de sauvetage mis en œuvre par le ministère des Finances avant 1990 est probablement celui concernant la fusion entre la Sumitomo Bank et la Heiwa-Sogo Bank, en octobre 1986. La Heiwa-Sogo a commencé à rencontrer des difficultés dans la première moitié des années quatre-vingt. En 1985, le ministère des Finances a élaboré un programme de renflouement afin que la faillite de cette banque ne déstabilise pas l'ensemble du secteur bancaire japonais. Finalement, en 1986, il a réussi à convaincre la Sumitomo d'absorber la Heiwa-Sogo. Malgré une faillite de fait, la fermeture définitive de la Heiwa-Sogo n'a eu de conséquences dommageables ni pour les déposants ni pour les détenteurs de titres d'emprunt émis par cet établissement, dont le coût de renflouement a été supporté par la Sumitomo. Par ailleurs, la Sumitomo a pu élargir son réseau de succursales d'un seul coup, en absorbant celui de la Heiwa-Sogo. Au bout du compte, cette opération n'a eu que des avantages pour la Sumitomo, qui souhaitait renforcer son implantation dans la région de Tokyo.

Dans d'autres cas, le ministère des Finances fait entrer plusieurs fonctionnaires au conseil d'administration des banques en péril, afin de réorganiser leur management. L'État fait ainsi savoir à l'opinion publique qu'il s'engage à sauver une banque, quel qu'en soit le coût. Ce signal pourrait avoir aidé le ministère à convaincre d'autres banques de participer au renflouement. Mais, en fait, il semble que cette méthode de renflouement ne donne pas toujours de bons résultats. Ce fut le cas, il y a peu, de la Hyogo Bank, dont la restructuration a été confiée à l'ancien directeur des affaires bancaires au sein du ministère des Finances. Cependant, malgré cette intervention, la Hyogo a fini par faire faillite en octobre 1995.

12. Nous faisons ici référence à la protection offerte aux actionnaires en échange de leur silence sur la gestion des banques. En réalité, les actionnaires ont un statut analogue à celui des détenteurs d'obligations dans la structure de gouvernance des banques. En atteste le fait que les dividendes auxquels les actions des banques donnent droit sont extrêmement stables quels que soient les résultats des établissements. Ainsi, sur une période de cinq ans, entre 1993 et 1997, les bénéfices des banques commerciales ordinaires (*city banks*) ont été soit très faibles, soit négatifs, principalement en raison de provisions substantielles pour pertes sur prêts. Néanmoins, ces banques ont continué de verser un volume quasiment constant de dividendes à leurs actionnaires. Sur cette période, l'ensemble de leurs bénéfices a été inférieur à 1 800 milliards de yens. À titre de comparaison, le total des dividendes qu'elles ont payés a représenté un peu plus de 1 000 milliards de yens. Si ces banques n'avaient versé aucun dividende, leur capitalisation cumulée aurait été supérieure de 10 % par rapport aux chiffres effectifs en mars 1998.

Il est arrivé que la Banque du Japon accorde à des banques en difficulté des prêts au taux d'escompte officiel, nettement inférieur au taux d'intérêt du marché. Après le sauvetage de Yamaichi en 1965, elle a consenti des prêts d'urgence (ainsi que l'y autorisait l'article 25 de la loi relative à la Banque du Japon), pour la première fois, afin d'aider la Tokyo Kyodo Bank, de création récente (1995), à acquérir deux coopératives de crédit en faillite situées dans la région de Tokyo. Le volume des prêts d'urgence accordés par la Banque du Japon a brusquement augmenté au cours de l'année 1995 du fait des crises au niveau de la direction de plusieurs banques de petite taille ou de taille moyenne (dont la Hyogo Bank). Il aurait atteint plus de 1 000 milliards de yens¹³.

LE RÔLE DE L'ASSURANCE-DÉPÔTS. Il semblerait qu'à la fin des années soixante, certains fonctionnaires du ministère des Finances aient craint que la déréglementation annoncée des services financiers fasse augmenter le nombre de faillites bancaires, suite à une intensification de la concurrence sur le marché. Une assurance-dépôts a donc été mise en place en 1971 afin de préserver la stabilité financière, mais n'a pas été effective avant 1992. Le ministère des Finances a continué d'utiliser le traditionnel filet de sécurité pour éviter la faillite de banques et d'autres organismes de dépôt. Il a préféré protéger en priorité les banques fragiles (et donc inefficentes) que favoriser la concurrence au sein du secteur financier, y compris après l'introduction de l'assurance-dépôts. Pendant longtemps, l'Office japonais d'assurance-dépôts n'a joué qu'un rôle symbolique. Sa fonction, qui consistait, en cas de faillite d'une banque, à rembourser les dépôts assurés, était limitée par rapport à celle de son équivalent américain, la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*). En fait, l'Office d'assurance-dépôts n'a jamais procédé à des remboursements. En 1986, la loi japonaise sur l'assurance-dépôts a été amendée pour renforcer les pouvoirs de cet organisme. Elle l'autorise notamment à soutenir les plans de sauvetage de banques en octroyant aux intervenants privés les fonds nécessaires à cette fin. L'Office d'assurance-dépôts a commencé à exercer ses activités en avril 1992, en débloquent 8,0 milliards de yens pour aider Iyo Bank, une banque régionale, à absorber un petit établissement en faillite.

Dès sa mise en place, l'Office d'assurance-dépôts disposait de moyens de remboursement des dépôts assurés. Cependant, en décembre 1995, l'État a annoncé qu'il n'était pas prêt à recourir à ce mécanisme, malgré le quart de siècle écoulé depuis l'instauration de l'assurance-dépôts. En décembre 1997, il a déclaré que toutes les sommes déposées et les autres dettes des banques, telles que les obligations non garanties, seraient protégées contre les faillites bancaires¹⁴. Il s'agissait d'apaiser les inquiétudes croissantes de la population à l'égard des risques de défaillance de banques pendant la crise financière qui a suivi la faillite de

13. Au sens strict, l'État (et plus précisément le contribuable) supporte indirectement les coûts de renflouement. Les taux d'intérêt des prêts d'urgence de la banque centrale étaient nettement inférieurs à ceux que les banques en péril devaient payer si elles faisaient appel au marché financier. Les prêts d'urgence sont donc nécessairement accompagnés de subventions à ces banques, d'où une diminution des ressources de la Banque du Japon et, donc, de ses transferts à l'État. Dans ce cas, le bénéfice procuré à l'État par la frappe de monnaie est en partie transféré aux banques en difficulté.

14. Le cadre actuel de la loi sur les faillites et celui de la loi de remise en état des entreprises impose des procédures longues pour les petits détenteurs d'obligations. Il est par conséquent impossible de procéder au remboursement sous quelques jours.

Hokkaido-Takushoku Bank et celle de quelques autres grands établissements, dont Yamaichi, fin 1997.

Bien entendu, cet engagement de l'État est susceptible d'induire un risque moral supplémentaire du côté des banques, en dissuadant les déposants et les investisseurs de superviser celles-ci¹⁵. Néanmoins, même avant cet engagement, l'existence d'un vaste filet de sécurité, et ce depuis longtemps, avait amené les déposants et les autres investisseurs à considérer qu'ils n'auraient pas à supporter le coût de la faillite éventuelle de leur banque. Du fait de ce sentiment largement répandu, décider de rembourser les dépôts assurés sans sauver les autres dettes de la banque en faillite aurait provoqué un choc au sein du système financier et aggravé encore la crise bancaire au Japon. C'est pourquoi, fin 1997, le gouvernement japonais n'a pas eu d'autre choix que d'assurer la validité du filet de sécurité.

LES LIMITES DU FILET DE SÉCURITÉ TRADITIONNEL. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, qui marque l'éclatement de la « bulle », le ministère des Finances a de plus en plus de difficultés à recourir aux moyens traditionnels pour renflouer les banques en faillite. En témoigne l'utilisation, depuis 1992, de l'assurance-dépôts pour faire face aux graves problèmes financiers des banques, même si, comme nous l'avons expliqué, aucun remboursement des dépôts assurés n'a été effectué à ce jour. Les pouvoirs de l'Office d'assurance-dépôts sont pour l'heure limités, mais le fait que cet organisme soit de plus en plus sollicité indique une évolution significative du fonctionnement du filet de sécurité japonais. Cette évolution est notamment imputable à la réduction, suite aux restructurations des marchés financiers, de la rente accumulée par les banques et par d'autres acteurs du secteur. Il est ainsi de plus en plus difficile de faire fonctionner le filet de sécurité en s'appuyant sur cette rente, et la déréglementation financière permet de moins en moins facilement aux autorités de privilégier certains établissements par rapport à d'autres, *via* une manipulation de la réglementation. En particulier, la déréglementation des taux d'intérêt a fait perdre une partie de leur raison d'être aux succursales des différentes banques, et a donc réduit l'importance de la tutelle du ministère des Finances sur ce réseau¹⁶.

Pour ces raisons, après être resté inactif pendant plus de vingt ans, l'Office d'assurance-dépôts a commencé à jouer un rôle significatif dans l'assistance aux banques en difficulté. D'avril 1992 à mai 1998, il est intervenu 25 fois pour démanteler des établissements et a fourni plus de 2 400 milliards de yens aux banques participant aux renflouements. Il traitera en outre 35 dossiers de faillite bancaire, dont celui de la Hokkaido-Takushoku. Depuis le début des années quatre-vingt-dix, les méthodes traditionnelles de gestion des faillites bancaires n'ont pas disparu, et nombre de banques privées continuent de jouer un rôle important en collaborant avec les instances réglementaires. Cependant, l'assurance-dépôts sera utilisée plus activement à l'avenir.

15. Le 22 mai, la Commission de redressement financier a annoncé qu'elle désignerait un administrateur officiel pour la Kohoku Bank, une banque régionale située à Osaka. À l'époque, le président de cette commission avait accusé cette banque d'avoir emprunté de fortes sommes sur les marchés monétaires interbancaires, avec d'importantes primes, immédiatement après que la commission l'ait enjoint de prendre rapidement des mesures pour renforcer sa capitalisation. C'est un cas typique d'aléa moral, qui ne constitue que la partie visible de l'iceberg de l'aléa moral induit par le filet de sécurité.

16. En ce qui concerne la tutelle du ministère des Finances sur les succursales, voir note 15.

L'influence disciplinaire d'un marché concurrentiel

Comme le montrent Nickell et *al.* (1997) pour le secteur manufacturier, on pourrait s'attendre à ce qu'un marché entièrement ouvert à la concurrence exerce une forte influence disciplinaire sur le gouvernement d'entreprise en faisant disparaître les entreprises gérées de manière inefficace. Indépendamment de la structure du capital ou de tout autre dispositif de gouvernance financière, une concurrence féroce sur le marché disciplinerait le gouvernement d'entreprise. Si les entreprises du secteur manufacturier japonais ont enregistré d'excellentes performances, ce n'est peut-être pas en raison de la discipline efficace imposée par le système financier centré sur les banques, mais grâce à la concurrence intense qui règne depuis longtemps. Même si cette opinion reste hypothétique, et devra être prouvée par les faits, elle repose sur des bases relativement solides (Hanazaki & Horiuchi, 2000). En revanche, dans le secteur des services financiers (banque comprise), les entreprises sont protégées par une réglementation limitant la concurrence. Le marché ne peut donc pas discipliner le gouvernement d'entreprise, ce qui explique la fragilité actuelle du système financier du pays.

LE RÔLE DE LA RÉGLEMENTATION LIMITANT LA CONCURRENCE. La réglementation limitant la concurrence, comme le contrôle des taux d'intérêt et les restrictions à l'entrée dans le secteur financier en général, et bancaire en particulier, *via* le système de compartimentation, s'est traduite par une rente considérable pour les banques et autres établissements financiers en place. Même s'il n'a jamais été avoué explicitement, l'objectif premier des directives administratives du ministère japonais des Finances était d'empêcher la libre concurrence dans chacun des compartiments de l'activité financière, et de protéger ainsi les petits établissements moins concurrentiels, tels que les mutuelles d'épargne et de crédit (appelées *sogo*, qui se sont transformées en banques régionales en 1989), les associations de crédit (*shinkin*) et les coopératives de crédit. La politique adoptée par le ministère des Finances était souvent appelée « administration en convoi ». ¹⁷ On considère que cette réglementation limitant la concurrence a contribué au maintien du régime financier japonais à deux égards.

Premièrement, elle s'est traduite par une rente pour le secteur des services financiers, incitant ainsi les banques et autres établissements à s'abstenir de prendre trop de risques afin de continuer d'en bénéficier, même en l'absence de règles prudentielles efficaces (Hellman & *al.*, 1997). En outre, grâce à la protec-

17. La tutelle exercée sur les succursales par le ministère des Finances constituait un autre domaine important de la réglementation. Durant la période de forte croissance, alors que la quasi-totalité des taux d'intérêt rémunérant les dépôts étaient encadrés, les succursales représentaient pour les banques un instrument non négligeable de concurrence non axée sur les prix, et surtout un moyen de rivaliser pour attirer des fonds. Lorsqu'elles étaient placées sous la tutelle du ministère des Finances, les banques n'étaient pas libres d'étoffer leur réseau de succursales ni d'en modifier l'implantation. En donnant le feu vert à l'ouverture de nouvelles succursales, le ministère des Finances aurait, dit-on, privilégié les petits établissements. Le nombre des succursales des petits établissements a progressé plus rapidement que celui des banques commerciales (*city banks*), tant pendant qu'après la période de forte croissance (Horiuchi, 1984). En mai 1993, le ministère des Finances a partiellement renoncé à cette tutelle sur les succursales en autorisant les banques régionales et les associations de crédit (*shinkin*) à décider librement du nombre de leurs succursales. À ce moment-là, le ministère des Finances a annoncé que la réglementation des succursales des banques commerciales (*city banks*) serait progressivement libéralisée et qu'il tiendrait compte de l'influence des établissements financiers petits et moyens. En mai 1995, il a accordé à toutes les banques le droit de décider librement du nombre de leurs succursales.

tion conférée par cette réglementation, même les banques inefficaces ont rarement connu des difficultés susceptibles d'induire un comportement entraînant un risque moral¹⁸.

Deuxièmement, les instances réglementaires ont pu utiliser la rente accumulée dans le secteur bancaire pour renflouer les banques en difficulté financière. Elles ont sollicité la collaboration des banques privées pour mettre en œuvre le filet de sécurité, et les grandes banques ont loyalement supporté une très forte proportion des coûts. Ce dispositif n'aurait pas fonctionné si ces dernières n'avaient pas bénéficié de la rente découlant de la limitation de la concurrence. Le ministère des Finances a aussi utilisé cette réglementation pour pousser les banques privées à accepter ses initiatives dans la procédure de traitement des banques en faillite. Il a manipulé la réglementation pour accorder des faveurs aux banques qui s'étaient pliées à ses exigences et pénaliser celles qui n'avaient pas respecté ses directives. En d'autres termes, le ministère des Finances s'est servi des directives administratives limitant la concurrence pour répartir la rente entre les banques. À ses yeux, cette réglementation revêtait donc une importance stratégique pour préserver la viabilité du vaste filet de sécurité¹⁹.

La réglementation limitant la concurrence faisait donc partie intégrante du filet de sécurité traditionnellement déployé au Japon. Cependant, cette réglementation semble contre-productive. D'un point de vue théorique, la rente pourrait inciter fortement à une gestion bancaire prudente. Néanmoins, si ce n'était la menace d'être exclu du marché ou de toute autre sanction crédible en cas de gestion imprudente, cette incitation serait inopérante. La réglementation limitant la concurrence n'a pas permis de contrer la menace. En outre, la tutelle du ministère des Finances, fondée sur cette réglementation, a contribué à la préservation de l'ancien système financier, alors que les technologies relatives aux services financiers progressaient à vive allure. Selon la terminologie utilisée par North (1990), cette réglementation a empêché le système financier japonais de s'adapter efficacement (« *adaptive efficiency* »).

LES RETARDS PRIS DANS LA DÉRÉGLEMENTATION DES MARCHÉS FINANCIERS. Au fur et à mesure que l'économie japonaise se développait, dans les années soixante-dix, de nombreux clients, et en particulier les grandes entreprises du secteur manufacturier, ont exigé la libéralisation du système financier, avec des banques et des établissements financiers assurant des services effi-

18. En prenant pour hypothèse une asymétrie de l'information concernant les activités de supervision bancaire, Aoki (1994) avance que la rente était nécessaire pour encourager les établissements privés à exercer une surveillance efficace et de bonne foi sur leurs emprunteurs. Il suggère que la relation à long terme entre les grandes banques et les entreprises débiteurs dépendait de manière cruciale de la réglementation limitant la concurrence. Cependant, cette limitation n'était pas toujours nécessaire pour inciter les banques à assurer une surveillance de qualité. Le laissez-faire serait de nature à motiver les banques à conduire une surveillance adéquate (Klein & Leffler, 1981).

19. Aujourd'hui encore, le ministère des Finances manipule ses directives administratives afin d'inciter les banques privées à collaborer à ses programmes de sauvetage. Ainsi, en 1994, la Mitsubishi Bank a obtenu un traitement préférentiel en échange du sauvetage de la Nippon Trust Bank, gravement handicapée par les créances douteuses accumulées depuis le début des années quatre-vingt-dix. La Mitsubishi Bank a été « récompensée » en étant autorisée à s'engager dans des activités complémentaires de fiducie *via* Nippon Trust, qui est aujourd'hui sa filiale, alors que le ministère des Finances avait interdit à d'autres banques d'assurer toute la gamme des services de fiducie par l'intermédiaire de leurs filiales. C'est aussi ce qui s'est produit lorsque la Daiwa Bank a soutenu financièrement la Cosmo Securities Company, gravement atteinte par l'effondrement du marché des valeurs mobilières après l'éclatement de la bulle spéculative, au début des années quatre-vingt-dix. Cosmo est une filiale de la Daiwa Bank. Cependant, elle a pu conserver son activité de courtage de titres, ce qui avait été refusé aux filiales de courtage d'autres établissements.

cients sur un marché concurrentiel. Ces entreprises ont commencé à réduire leur recours au crédit bancaire pendant la deuxième moitié des années soixante-dix. La principale impulsion à cette libéralisation est toutefois venue de l'étranger. En effet, au niveau national, des groupements d'intérêt, confortés par la réglementation limitant la concurrence, s'efforçaient d'entraver une large déréglementation du système financier.

Ce sont donc des pressions extérieures, provenant en particulier des États-Unis, qui ont joué en faveur de cette déréglementation, et non l'initiative des pouvoirs publics. Par exemple, l'accord *ad hoc* yen/dollar entre les États-Unis et le Japon, conclu à la demande insistante de l'administration Reagan en 1984, a contraint les autorités japonaises à fixer un calendrier de libéralisation de leurs marchés financiers²⁰. Par rapport à celle des marchés des capitaux internationaux, la libéralisation des marchés financiers japonais a été lente. Dans son projet de réforme financière appelée « big bang », présenté par l'ancien Premier ministre Ryutaro Hashimoto en novembre 1996, le gouvernement s'est engagé à abandonner sa politique graduelle. Il faut en effet une thérapie de choc pour rattraper tout le temps perdu.

Il est impossible de nier totalement l'effet de la déréglementation financière sur les marchés financiers japonais dans les années quatre-vingt. Les grandes entreprises ont notamment atténué leur dépendance vis-à-vis des emprunts bancaires en émettant des volumes importants d'obligations sur les marchés internationaux. À partir du milieu des années quatre-vingt, cette « internationalisation » du financement des entreprises a entraîné la déréglementation des marchés obligataires nationaux, (Horiuchi, 1996). Cependant, d'une manière générale, les banques et autres établissements financiers japonais ont pu asseoir leur activité sur la richesse considérable accumulée par les ménages. En effet, selon les estimations, le montant brut des actifs financiers détenus par les ménages aurait atteint 1 200 000 milliards de yens à partir du milieu des années quatre-vingt-dix. Il serait donc exagéré d'affirmer que l'internationalisation du financement des entreprises a exercé une influence considérable sur l'activité de ces dernières. Fortement protégées sur leur marché intérieur, de nombreuses banques japonaises ont surpris leurs rivales étrangères par leur expansion offensive sur les marchés internationaux dans les années quatre-vingt. Mais, dans la mesure où elle s'est faite au prix d'un sacrifice de la rentabilité, cette offensive a fragilisé la gestion bancaire dans le pays.

Le rôle des instances réglementaires, autre problème d'agence

Les développements précédents ont mis l'accent sur le fait que ni le marché des capitaux ni la concurrence ne sont parvenus à discipliner le secteur bancaire japonais, essentiellement parce que l'intervention de l'État (du ministère des Finances) sur les marchés financiers, *via* le filet de sécurité et le contrôle du processus de déréglementation, a annulé cette influence disciplinaire. Ce résultat découle naturellement du cadre législatif actuel, qui confère l'autorité et la res-

20. Frankel (1984) décrit l'accord yen/dollar. Takeda et Turner (1992) analysent en détail la relation entre l'internationalisation des marchés financiers japonais et la déréglementation du système financier national.

ponsabilité de la surveillance de la gestion bancaire au ministère des Finances et à l'agence de supervision financière (*Financial Supervisory Agency - FSA*) mise en place en juin 1998. La loi bancaire permet à ces instances réglementaires d'intervenir dans la gestion des banques pour faire respecter les règles prudentielles. La Banque du Japon est, elle aussi, chargée de superviser la gestion des banques, particulièrement du point de vue de l'ajustement du marché monétaire.

UN PROBLÈME DE PRINCIPAL-AGENT CONCERNANT LES INSTANCES RÉGLEMENTAIRES. Comme l'indiquent Black et *al.* (1978), la population délègue la supervision de la gestion des banques aux instances chargées de la réglementation financière. Idéalement, ces instances devraient maintenir le filet de sécurité pour minimiser les coûts pour la société. Elles ne s'acquittent toutefois pas systématiquement de cette obligation sociale, car elles ont tendance à donner la priorité à leurs propres préférences et non aux objectifs définis par les contribuables, *via* le législateur. Si ces instances réglementaires ne mettent pas consciencieusement en œuvre les objectifs qui leur ont été assignés, les banques peuvent accentuer considérablement leurs activités risquées, transférant ainsi le risque au contribuable, et compromettant la viabilité même du filet de sécurité. Kane (1995) analyse comment cet aspect du problème de principal-agent entre les instances de réglementation, les banques et le contribuable déstabilise le marché financier protégé par le filet de sécurité²¹.

En théorie, il est évident que les actionnaires d'une banque y gagnent lorsqu'un filet de sécurité permet à l'établissement de s'exposer davantage aux risques. Pour limiter ce type de prise de risque par les banques, qui désavantagent les contribuables, les instances réglementaires doivent superviser les banques à l'aide de moyens tels que l'obligation de maintenir leur ratio de couverture des risques à un niveau suffisant. Lorsque l'asymétrie de l'information empêche le contribuable d'évaluer précisément le comportement des instances de réglementation, ce dernier n'est pas en mesure de déterminer si ces instances se rendent coupables de collusion avec les banques pour poursuivre des objectifs différents de ceux que les contribuables leur ont assignés²².

21. Kane (1995) nous recommande de ne pas tenir pour acquis le fait que les instances réglementaires sont entièrement de bonne foi ou œuvrent systématiquement pour les objectifs sociaux qui leur sont assignés. Comme il l'indique, « en présument la loyauté de l'agent, les économistes ont été incités à se concentrer sur l'évaluation des structures réglementaires et de formation des prix plutôt qu'à analyser le tissu d'incitations auxquelles doivent faire face les fonctionnaires chargés de concevoir et de mettre en œuvre ces structures. »

22. À ce stade, il convient d'examiner la suggestion de Kane (1995, p. 441), selon lequel « le conflit dirigeant/actionnaire induit une incitation contraire à faire pression pour la prise de risque par les établissements de dépôt. » En effet, si c'est le dirigeant qui décide pour la banque, le filet de sécurité ne motivera pas forcément les banques à prendre davantage de risques, car ces activités « exposent le capital humain du dirigeant à un risque de carrière qui est difficile à diversifier. » Cet argument est pertinent ici, car chacun sait que l'organisation et la supervision des entreprises japonaises, banques comprises, n'ont rien à voir avec le modèle de gouvernement d'entreprise qui est généralement admis, à savoir celui de l'agence orientée sur les actionnaires (voir par exemple Prowse, 1992, p. 1122 ; Milhaupt, 1996). En outre, la pratique de l'emploi à vie étant très répandue au Japon, le capital humain est plus spécifique, et le risque pour la carrière en devient un problème d'autant plus grave. Même si les dirigeants dominent la décision, les instances réglementaires peuvent néanmoins atténuer la menace représentée par une prise de risque accrue pour les ressources humaines si les dirigeants adoptent une politique de passivité vis-à-vis des banques avec lesquelles ils forment une collusion. Dans la mesure où cette approche réglementaire limite les risques pour la carrière, elle réduit aussi le mécanisme d'incitation contraire identifié par Kane (1995). Plus précisément, si les dirigeants des banques peuvent former une collusion avec les instances réglementaires *via* le processus d'*amakudari* (littéralement, la « descente du ciel » : mécanisme par lequel des fonctionnaires en retraite se retrouvent au conseil d'administration d'entreprises privées, de préférence dans un secteur lié à leur ministère d'origine) pour réduire la probabilité d'une crise du capital humain pour les dirigeants, la pratique de l'*amakudari* devrait être associée à une prise de risque accrue de la part des dirigeants des banques.

Quelques éléments indiquent que les instances réglementaires n'ont pas été disciplinées de manière efficace au Japon. Par exemple, en 1954, le ministère des Finances a introduit une règle concernant le niveau de fonds propres des banques, imposant à ces dernières de porter leur capital, au sens large, à plus de 10 % du total des dépôts. Cependant, le ministère a autorisé certaines banques à conserver un capital nettement en dessous de ce niveau. En moyenne, le ratio capital/dépôts des banques est donc passé de 6 % vers 1970 à moins de 4 % au milieu des années quatre-vingt (Horiuchi, 1999).

Horiuchi et Shimizu (2000) posent pour hypothèse que la pratique en vigueur dans le secteur bancaire japonais, qui consiste à accueillir des anciens fonctionnaires issus des instances réglementaires (à savoir le ministère des Finances et la Banque du Japon) au sein de leur conseil d'administration constitue une forme de collusion. Selon cette hypothèse, la banque accorde des emplois aux fonctionnaires des instances réglementaires, et en échange, ces dernières permettent aux banques d'étoffer leurs activités en augmentant leur niveau d'endettement. Sachant que ce recours accru à l'effet de levier s'accompagne d'une plus forte probabilité de problèmes financiers pour les banques et d'un transfert plus important du risque vers le filet de sécurité, la collusion qui apparaît dans la pratique de l'*amakudari* finit par compromettre la viabilité du filet de sécurité. L'analyse empirique de ces deux auteurs se fonde sur des données émanant de plus de 120 banques régionales et ne peut réfuter cette hypothèse.

LA POSSIBILITÉ DE DISCIPLINER LES INSTANCES RÉGLEMENTAIRES. Le problème de principal-agent concernant les instances réglementaires témoigne également de la nocivité de cette politique de passivité. Les instances chargées de discipliner les banques pour qu'elles assainissent leur gestion voudront dissimuler l'existence des banques en difficulté et retarder la liquidation définitive des établissements virtuellement en faillite. Cette passivité poussera ces banques à prendre des risques excessifs, ce qui augmentera le coût social engagé pour les renflouer afin de protéger les déposants et autres investisseurs.

Le législateur national pourrait empêcher cette collusion entre instances réglementaires et banques de compromettre l'efficacité du filet de sécurité s'il pouvait soit superviser précisément les instances réglementaires, soit leur donner des incitations compatibles avec les objectifs qui leur sont assignés. Cependant, en réalité, ni le législateur ni le contribuable n'ont accès à toutes les informations pertinentes sur les instances réglementaires et leur comportement. En outre, si ceux qui ont accès à relativement plus d'informations sont moins nombreux, ils peuvent, eux aussi, se laisser séduire et entrer dans la collusion. En d'autres termes, nous ne pouvons pas négliger le problème analogue de principal-agent qui se pose entre le législateur et le contribuable.

Il convient de noter ici que la population japonaise n'a jamais été incitée à superviser les instances de réglementation des banques au moins jusqu'au début des années quatre-vingt-dix. Et, même si l'assurance-dépôts a été introduite en 1971, elle est restée théorique jusqu'en 1992. Le ministère des Finances traitait les problèmes de gestion des banques en contraignant les établissements relativement sains (la plupart du temps, des grandes banques commerciales) à fusionner avec des établissements au bord de la faillite. En surface du moins, cette politique

ne faisait pas porter de fardeau supplémentaire au contribuable. En outre, le cadre législatif de l'assurance-dépôts ne comprenait aucune règle ou procédure explicite visant à utiliser l'argent des contribuables pour le renflouement des banques en difficulté. Ainsi, jusqu'à récemment, les pratiques réglementaires entretenaient un certain flou sur la part du coût social induit par le filet de sécurité supportée par les contribuables. Ignorant le coût réel de la mauvaise gestion bancaire, les contribuables japonais ne prêtaient guère attention aux activités des instances de réglementation des banques.

Après l'éclatement de la bulle spéculative, au début des années quatre-vingt-dix, le volume croissant des créances douteuses dans le secteur bancaire et la maladresse dont a fait preuve le ministère des Finances dans son traitement des établissements en difficulté ont révélé les problèmes posés par le filet de sécurité en place. Comme nous l'avons expliqué *supra*, la faiblesse du filet de sécurité a contraint les autorités japonaises à constituer des fonds publics, en mars 1998 et en mars 1999, pour remédier à cette crise bancaire. Cette évolution a conduit la population japonaise à prendre conscience de l'importance de la supervision de la mise en œuvre du filet de sécurité par les instances réglementaires. À la fin des années quatre-vingt-dix, le filet de sécurité a donc été considérablement remanié.

Le déficit de gouvernance et les réactions du marché

Cet article souligne qu'il existe un déficit de gouvernance de la gestion bancaire. En d'autres termes, l'hypothèse de l'isolement du management s'appliquait au secteur bancaire japonais. Lorsqu'ils gèrent leur entreprise à l'abri du contrôle des tiers, les dirigeants ont tendance : (i) à se lancer dans une politique d'expansion pour faire la preuve de leurs capacités (Gorton & Rosen, 1995), et (ii) à n'engager des réformes structurelles que lorsque les échecs sont avérés (Boot, 1992). Ces éléments sont la source éventuelle d'un aléa moral de la part des dirigeants des banques qui fragilise le secteur bancaire. Ces risques se sont-ils concrétisés et, dans le cas du Japon, peut-on établir un lien entre « bulle spéculative » et aléa moral ?

Si l'hypothèse d'un déficit de gouvernance est vraie, nous devons déterminer pourquoi les insuffisances de la gouvernance au niveau de la gestion bancaire n'ont pas provoqué de graves difficultés jusqu'au milieu des années quatre-vingt, et pourquoi elles se sont traduites par un problème financier appelé « bulle spéculative » à la fin des années quatre-vingt. La réponse n'est pas facile. Il serait simpliste d'expliquer la prise de risque excessive par les banques en l'imputant uniquement à ce déficit de gouvernance. C'est la poursuite d'une politique de l'argent à trop bon marché, malgré la progression rapide du cours des actions et des prix de l'immobilier, qui est particulièrement responsable de la bulle financière (Cargill & *al.*, 1997, pp. 91-116). Cependant, il semble que certains changements structurels dans les finances des entreprises aient incité les banques à adopter un comportement induisant un aléa moral à la fin des années quatre-vingt.

Il convient de noter que les entreprises phares ont considérablement réduit leur recours au crédit bancaire alors que la période de forte croissance n'était pas encore achevée. Le TABLEAU 4 fait apparaître l'évolution de la structure du financement des grandes entreprises. Selon ce tableau, les grandes entreprises japonaises ont commencé à moins emprunter auprès des banques durant la dernière moitié des années soixante-dix. En revanche, la proportion des fonds internes (amortissement plus bénéfices non distribués) a nettement augmenté²³.

TABLEAU 4

Composition des fonds levés par les grandes entreprises japonaises							
	Moyennes, en %						
	1960-1964	1965-1969	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994
Fonds internes	22,9	37,5	35,1	45,8	55,3	45,2	87,3
Emprunts	33,8	36,9	41,6	26,5	16,4	6,4	5,2
Obligations	6,8	5,2	5,1	10,6	8,5	17,4	11,1
Actions	10,8	3,8	3,2	8,0	10,4	15,8	4,6
Crédit commercial	16,2	22,7	21,9	17,7	9,6	5,0	- 7,1
Autres	9,5	- 6,1	- 6,9	- 8,6	- 0,2	10,2	- 1,1
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : Banque du Japon.

Les grandes banques japonaises ont donc vu disparaître leurs activités de prêt à leurs gros clients. Le TABLEAU 5 montre que les prêts accordés par les grandes banques à leurs principaux clients affichent une baisse rapide et continue depuis le début des années soixante. Ces statistiques indiquent que la part des prêts aux grandes entreprises, qui sont les meilleurs clients des banques, avait déjà amorcé un repli dès le milieu des années soixante-dix.

Cependant, les banques ont continué de bénéficier d'entrées de fonds considérables, car le marché des titres n'était pas suffisamment libéralisé pour proposer aux épargnants (c'est-à-dire aux ménages) des instruments de placement capables de concurrencer les dépôts bancaires. Les banques ont donc poursuivi leur politique de crédit expansionniste, les débouchés pour cette offre de crédit étant le secteur de l'immobilier et les activités risquées des promoteurs. Le TABLEAU 6 présente les flux de prêts bancaires accordés par tous les établissements par rapport au PIB nominal. D'après ce tableau, la proportion des prêts bancaires est restée plutôt stable entre le milieu des années soixante et le début des années quatre-vingt, dans une fourchette comprise entre 60 et 70 %. Ce ratio a ensuite commencé une ascension abrupte, au milieu des années quatre-vingt, pour

23. Du point de vue de la théorie du gouvernement d'entreprise, la réduction de la dépendance vis-à-vis de l'emprunt et l'augmentation des fonds internes entraînent un phénomène d'isolement du management en maintenant une gestion inefficace au sein de l'entreprise (Jensen, 1989). Cependant, les grandes entreprises japonaises ont apparemment préservé leur efficacité malgré la baisse substantielle de leurs emprunts depuis les années soixante-dix. Cela indique que la relation banque-entreprise n'était pas aussi importante dans le gouvernement d'entreprise qu'on ne le pensait habituellement. C'est plutôt la concurrence internationale féroce à laquelle doivent faire face la plupart des grandes entreprises depuis les années soixante qui disciplinerait considérablement leur gestion.

TABLEAU 5

Importance des emprunteurs principaux pour les grandes banques*

	Prêts aux « entreprises principales » de chaque banque	Prêts à l'ensemble des « entreprises principales » liées à des grandes banques
	En % du total de ses crédits	En % de l'encours de crédit agrégé
1965	16,3	48,5
1970	11,7	42,4
1975	10,3	32,9
1980	7,4	26,3
1985	4,8	17,2
1990	3,0	10,4

* L'entreprise principale est celle avec laquelle la banque entretient des relations privilégiées. Dans ce tableau, les grandes banques sont les banques commerciales ordinaires (city banks) et les banques de crédit à long terme. Les entreprises comprises dans l'échantillon sont cotées soit à la première, soit à la deuxième section de la Bourse de Tokyo.

Source : Keizai Chosa Kyokai.

atteindre près de 100 % à la fin des années quatre-vingt. La résurgence du crédit bancaire semble être un phénomène anormal reflétant l'expansionnisme excessif de la gestion bancaire. Ce niveau anormalement élevé des prêts bancaires par rapport au PIB perdure depuis le début des années quatre-vingt-dix. Étant donné que la valeur nominale des prêts bancaires intègre la valeur comptable des créances douteuses, nous devons actualiser cette part relative des prêts bancaires pendant les années quatre-vingt-dix. Néanmoins, le volume total des crédits bancaires était de toute évidence anormalement élevé, même à la fin des années quatre-vingt-dix. Cela laisse à penser que le secteur bancaire japonais devra de nouveau réviser à la baisse ses activités de prêts dans un avenir proche (Hoshi & Kashyap, 1999).

Y a-t-il eu risque de *credit crunch* ? La politique d'urgence lancée par les autorités depuis 1998 ne se limite pas à la stabilisation du secteur bancaire. Les autorités ont dû tenir compte du fait que la restructuration de la gestion bancaire réduirait l'offre de crédit aux entreprises, et particulièrement aux plus petites. Ainsi, les autorités ont injecté des fonds dans le capital des banques à la condition que ces dernières accroissent leur offre de crédit aux petites et moyennes entreprises (PME), au moins dans le pourcentage imposé. Cependant, les banques dans lesquelles l'État a injecté des capitaux n'ont pas respecté ces objectifs d'offre de crédit aux PME. Sur ce plan, la politique d'urgence n'a pas été une réussite²⁴.

Mais les banques devaient-elles accroître leur offre de crédit ? Pendant la période de bulle spéculative, les entreprises ont été nombreuses à augmenter leur ratio d'endettement pour alimenter des projets audacieux, essentiellement dans l'immobilier, qui étaient voués à l'échec. Après l'éclatement de la bulle, ces entreprises ont demandé aux banques de maintenir leur offre de crédit pour survivre à la crise. Toutefois, dans l'optique de la reconstruction d'une industrie efficiente au Japon, les banques ne doivent pas répondre à la demande de crédit des

24. Selon les rapports intermédiaires présentés en juillet 1999 par quinze banques qui ont reçu des fonds publics, le montant total des encours des prêts aux PME en mars 1999 se montait à 113 400 milliards de yens, soit un peu moins que l'objectif fixé (114 100 milliards de yens).

TABLEAU 6

	Part du crédit bancaire*		
	Prêts accordés par toutes les banques	PIB	Prêts/PIB
	En milliards de yens	En milliards de yens	En %
1960	9 135	16681	54,8
1965	21860	33765	64,7
1968	32663	54947	59,4
1969	38178	65061	58,7
1970	44721	75299	59,4
1971	55250	82899	66,6
1972	69520	96486	72,1
1973	81428	116 715	69,8
1974	90555	138 451	65,4
1975	101 314	152 362	66,5
1976	112 742	171 293	65,8
1977	123 901	190 095	65,2
1978	137 617	208 602	66,0
1979	146 950	225 237	65,2
1980	157 802	245 547	64,3
1981	174 727	260 801	67,0
1982	193 561	273 322	70,8
1983	214 439	285 593	75,1
1984	238 991	305 144	78,3
1985	267 759	324 290	82,6
1986	300 103	339 363	88,4
1987	337 686	355 522	95,0
1988	372 098	379 657	98,0
1989	412 344	406 477	101,4
1990	439 886	438 816	100,2
1991	459 147	463 174	99,1
1992	470 787	471 882	99,8
1993	476 863	476 746	100,0
1994	477 192	478 841	99,7
1995	483 466	489 750	98,7
1996	485 512	503 787	96,4
1997	490 434	504 987	97,1

* Total des prêts consentis par les banques commerciales ordinaires, les banques de crédit à long terme, les banques de gestion de patrimoine et les banques régionales de catégorie I et II.

Source : Banque du Japon et Agence de planification économique.

entreprises. Il existe bien sûr des entreprises véritablement prometteuses qui sont à court de crédit, et qu'il convient d'aider par des crédits supplémentaires. Cependant, il est pratiquement impossible pour les banques de les distinguer rapidement de celles vouées à l'échec et il y a un risque qu'une hausse substantielle des crédits bancaires maintienne en vie des entreprises condamnées *de facto*, retardant ainsi la rationalisation du secteur industriel du pays. L'attitude prudente des banques n'est donc pas forcément critiquable.

Le retard pris dans la restructuration de la gestion bancaire

Comme l'ont observé Lindgren & *al.* (1996), le Japon n'a pas le monopole de la crise bancaire. Fait surprenant, de nombreux pays ont connu depuis des épisodes plus ou moins analogues²⁵. Mais le Japon a attendu trop longtemps avant de traiter ce problème, et ses tentatives n'ont pas rencontré un franc succès. Cet échec tient principalement au retard pris par les banques pour réagir à la crise. Plus précisément, les banques japonaises ont hésité à engager les mesures de restructuration rigoureuses nécessaires pour résoudre rapidement le problème des créances douteuses. Le gouvernement n'a pas pu les contraindre à renforcer rapidement leur capital face à la hausse de ces créances. Il a au contraire opté pour la passivité en autorisant les banques *de facto* en faillite à poursuivre leur activité. Cette passivité a poussé des banques « fantômes » à adopter un comportement induisant un aléa moral, sous couvert du filet de sécurité, et donc à alourdir le coût social de la liquidation des établissements en faillite. La spécificité de la crise bancaire japonaise ne tient donc pas au volume élevé des créances douteuses, mais au retard avec lequel le pays s'est attaqué à ce problème.

Le TABLEAU 7 présente une comparaison internationale de la restructuration du secteur bancaire lors de la première moitié des années quatre-vingt-dix, sur la base du rapport annuel de la BRI (1996). Il montre que, à l'exception des États-Unis, la rentabilité des banques commerciales a reculé sur cette période par rapport à la dernière moitié des années quatre-vingt dans tous les grands pays industrialisés, Japon compris. Lorsque l'on se penche sur (i) le taux de croissance du nombre des succursales des banques, (ii) le taux de croissance des effectifs totaux et (iii) la variation du taux de rémunération du personnel, on observe que le Japon constitue un cas unique, étant donné qu'aucune de ces grandeurs n'y a reculé pendant les années quatre-vingt-dix par rapport à la dernière moitié des années quatre-vingt. En d'autres termes, les banques commerciales des autres grands pays industrialisés ont revu leur activité à la baisse après avoir constaté le repli de leur rentabilité dans les années quatre-vingt-dix. Le TABLEAU 7 montre ainsi comment les banques japonaises ont hésité à restructurer leur activité malgré la chute de la rentabilité amorcée après 1990 par rapport à leurs rivales de la plupart des autres pays industrialisés²⁶.

La réaction du marché à la crise

Tant que les investisseurs sur les marchés financiers ont cru en la capacité du gouvernement de mettre en œuvre le vaste filet de sécurité traditionnel, la vulnérabilité du secteur bancaire, exacerbée par l'absence de gouvernance, ne s'est pas faite sentir. Même si les investisseurs ont pris conscience de la détériora-

25. Selon Lindgren & *al.* (1996, p. 20) « [une] étude de l'expérience accumulée depuis 1980 par les 181 pays actuellement membres du FMI révèle que 133 d'entre eux ont connu des problèmes significatifs dans leur secteur bancaire, à un moment ou un autre au cours des quinze dernières années. »

26. Peek et Rosengren (1998) observent que certaines grandes banques japonaises ne se restructurent pas de manière efficiente. Selon leurs analyses, les banques japonaises ont accru leurs prêts au secteur immobilier des États-Unis au début des années quatre-vingt-dix. Au plus fort, en 1992, leurs filiales américaines détenaient environ 20 % de tous les prêts immobiliers commerciaux du secteur bancaire américain. Les établissements japonais ont néanmoins réduit leurs prêts dans ce pays lorsque les prix de l'immobilier se sont mis à chuter fortement au Japon, alors même qu'ils augmentaient aux États-Unis, pour renforcer leurs prêts dans leur pays. Ils ont donc transféré leurs prêts d'un segment rentable à un segment moins rentable, et beaucoup plus risqué.

TABLEAU 7

La restructuration du secteur bancaire de la fin des années 80 au début des années 90*				
	Bénéfices	Succursales	Effectifs	Rémunérations
Japon	- 0,4	3,6	3,5	6
États-Unis	0,9	2,8	- 4,4	- 4
Allemagne	- 0,2	- 4,8	- 6,0	- 5
France	- 0,5	- 0,8	- 4,3	0
Italie	- 0,2	3,5	2,5	- 4
Royaume-Uni	- 0,3	- 12,6	- 13,4	- 2

* Le bénéfice (bénéfice total par actif) est la différence entre la moyenne pour 1986-1988 et pour 1992-1994. Succursales indique le taux de croissance du nombre de succursales entre 1990 et 1995.
 Effectifs désigne le taux de croissance du nombre total de salariés entre 1990 et 1994.
 Rémunérations (salaires versés sur produit net bancaire total) correspond à la différence entre la moyenne pour 1986-1988 et pour 1992-1994.

Source : BRI, 66e Rapport annuel.

tion des performances bancaires imputable à l'augmentation rapide des créances douteuses, ils ont pensé que le filet de sécurité traditionnel leur éviterait en fin de compte les pertes liées aux faillites bancaires. Ils n'avaient donc pas besoin d'opérer une distinction entre les bons et les mauvais établissements.

Cependant, avec la persistance du problème des créances douteuses, le filet de sécurité s'est finalement révélé inopérant, conduisant les investisseurs à douter de la capacité de l'État à renflouer les banques en difficulté. Pourtant, le gouvernement continue de compter sur les grandes banques pour remettre à flot les établissements en péril, selon le principe du filet de sécurité traditionnel. Le ministère de l'Industrie et du Commerce a néanmoins remarquablement étoffé son rôle dans le cadre de ce filet de sécurité. Cette évolution indique que le filet de sécurité ne fonctionne plus sans heurts, et que le marché a ainsi commencé à discipliner la gestion bancaire.

La prime de risque japonaise montre que les banques japonaises paient des taux d'intérêt plus élevés sur les marchés monétaires interbancaires internationaux. Cette prime reflète le jugement que les investisseurs portent sur les banques japonaises par rapport à leurs concurrentes étrangères. Cette prime élevée suggère que les investisseurs s'inquiètent davantage de la capacité des banques japonaises à rembourser leurs dettes. Le GRAPHIQUE 1 présente l'évolution de la prime de risque japonaise, définie comme le taux interbancaire offert à Tokyo (TIBOR) minoré du taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), pour le dollar à trois mois. Le TIBOR correspond à la moyenne des taux du marché monétaire interbancaire pour seize banques japonaises et deux banques étrangères (Barclays et City), placé sous la surveillance de la fédération des associations des banques japonaises, les deux taux les plus faibles et les plus élevés étant exclus. Sachant que les deux banques étrangères se caractérisent par des taux inférieurs depuis plusieurs années, on peut considérer le TIBOR comme le taux moyen offert par les banques japonaises à Tokyo.

De son côté, le LIBOR est le taux interbancaire moyen offert sur le marché monétaire par seize banques, dont trois japonaises (Tokyo-Mitsubishi, Fuji, et

Sumitomo Trust), les quatre taux les plus élevés et les quatre taux les plus faibles étant exclus de cette moyenne. Actuellement, les trois établissements japonais sont donc exclus du LIBOR, car le taux qui leur est offert est nettement supérieur à celui pratiqué pour les autres banques sises à Londres. On peut donc interpréter la différence entre le TIBOR et le LIBOR comme un indicateur du jugement négatif porté sur les banques japonaises par rapport à leurs concurrentes étrangères²⁷.

Cette prime de risque japonaise est apparue à la fin septembre 1995. Le 29 septembre, elle ne représentait que 1,042 point de base. Elle avait néanmoins bondi à 20,313 points de base le 2 octobre (GRAPHIQUE 1). Ce bond est dû à l'annonce, le 29 septembre, selon laquelle les autorités des États-Unis avaient découvert les malversations de la Daiwa Bank à New York. Le traitement maladroît de l'affaire Daiwa par le ministère japonais des Finances a été révélé au grand jour, ce qui a contribué aux turbulences sur le marché²⁸. Associé au nombre croissant de banques en faillite à l'été 1995, ce scandale a conduit les marchés à douter de la capacité du gouvernement japonais à stabiliser le système bancaire *via* le filet de sécurité traditionnel. La montée en flèche de la prime de risque japonaise reflète d'ailleurs ce scepticisme très répandu parmi les investisseurs.

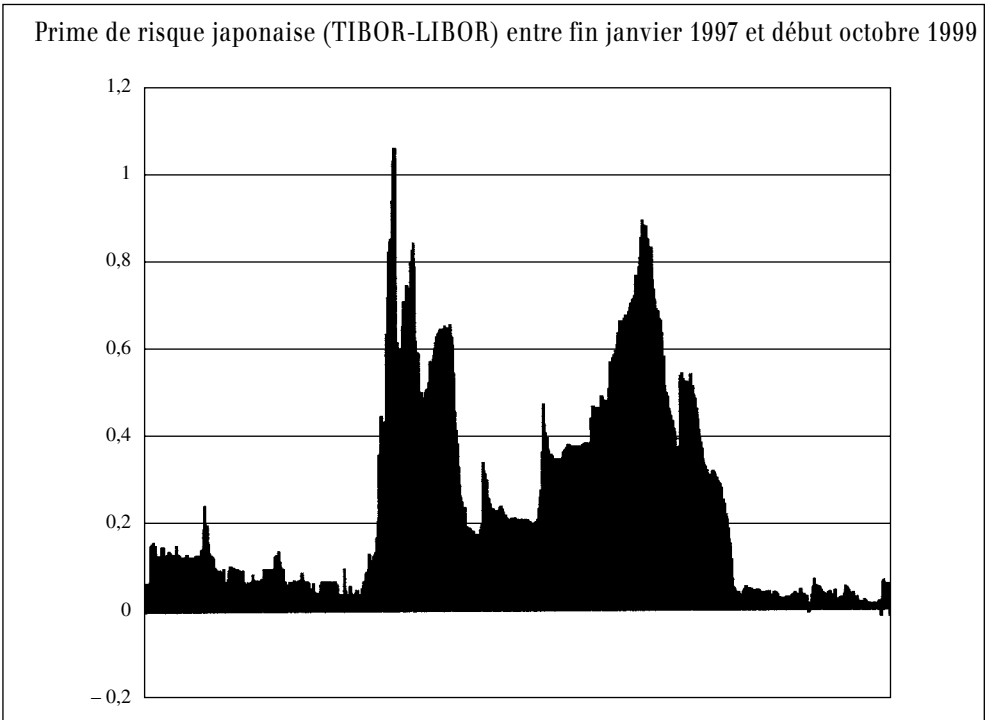
Les doutes des investisseurs concernant le filet de sécurité traditionnel ont amorcé le mécanisme de discipline de la gestion bancaire exercé par le marché des capitaux. Ne faisant plus confiance aux autorités, les investisseurs ont naturellement voulu suivre de près la gestion bancaire et la discipliner de manière rigoureuse. En bref, le marché des capitaux a commencé à combler le déficit de gouvernance au niveau de la gestion bancaire. Pour « apaiser » les marchés des capitaux, les pouvoirs publics auraient dû rapidement renforcer leur supervision et cette discipline. Malheureusement, ils n'ont pas compris cette évolution du marché des capitaux et n'ont pas adopté les mesures nécessaires pour contraindre les banques à se recapitaliser rapidement. Ainsi, le mécanisme de discipline du marché des capitaux est entré en jeu lorsque la plupart des banques ont dû faire face à un volume important de créances douteuses.

Les perturbations financières provoquées par les faillites de Yamaichi et Hokkaido-Takushoku ont non seulement fait réapparaître une prime de risque japonaise importante, mais également incité les investisseurs à faire une différence entre les banques selon leurs performances respectives. Le TABLEAU 8 compare le LIBOR (dollar des États-Unis à 3 mois) pour la Tokyo-Mitsubishi Bank à celui pratiqué pour la Sumitomo Trust Bank et la Fuji Bank avant et après novembre 1997. Entre le 1^{er} septembre 1995 et le 31 octobre 1997, le marché ne faisait pratiquement pas de différence entre ces trois établissements. Cependant, depuis le début novembre 1997, le marché monétaire interbancaire affiche une forte différenciation. Plus précisément, nous observons une divergence significative entre le LIBOR pour Tokyo-Mitsubishi et celui destiné aux deux autres

27. Ni le LIBOR ni le TIBOR ne font apparaître les taux offerts pour les banques au cas par cas. Cependant, apparemment, on ne fait pas une grande différence entre les établissements japonais. Ainsi, le 22 juin 1998, la prime de risque japonaise définie par la soustraction (TIBOR-LIBOR) était de 20,834 points de base. Le même jour, le taux interbancaire offert se montait à 5,875 % pour Tokyo-Mitsubishi et à 5,9375 % pour Fuji comme pour Sumitomo Trust à Londres. Une différence de 6,22 points de base seulement séparait Tokyo-Mitsubishi des deux autres. Ce même jour, le taux offert pour toutes les autres banques étrangères s'élevait à 5,687 %.

28. Le 16 octobre 1995, une audience publique portant sur le système financier japonais s'est tenue à la Chambre des représentants, à Washington D.C. Il semblerait que cette audience ait accentué le scepticisme des marchés concernant la capacité des autorités financières japonaises. La prime de risque japonaise a grimpé en flèche immédiatement après cette audience, pour atteindre le niveau record de 52,605 points de base le 25 octobre.

GRAPHIQUE 1



Source : Bloomberg et Fédération des associations de banquiers japonais.

banques, même si rien n'indique que la supériorité de Tokyo-Mitsubishi par rapport aux deux autres se soit récemment accrue. Ce changement dans l'attitude du marché vis-à-vis des banques japonaises suggère que, depuis la fin 1997, les investisseurs ont perdu confiance dans l'efficacité du filet de sécurité traditionnel, qui leur évitait autrefois d'évaluer la santé de chaque banque en fonction de ses performances.

TABLEAU 8

Écarts du LIBOR (dollar des États-Unis à 3 mois) entre les principales banques japonaises*			
	SUMI-BOTM	FUJI-BOTM	Prime de risque japonaise
	En %		
1 ^{er} septembre 1995-31 octobre 1997	0,00838 (0,1985)	0,00446 (0,01564)	0,10436 (0,06733)
3 novembre 1997-6 octobre 1998	0,10000 (0,07342)	0,10040 (0,07370)	0,35279 (0,16539)

* SUMI, FUJI, et BOTM désignent respectivement Sumitomo Trust Bank, Fuji Bank, et Bank of Tokyo-Mitsubishi. On définit la prime de risque japonaise en soustrayant le LIBOR pour City Bank de celui pour Tokyo-Mitsubishi. Les chiffres entre parenthèses indiquent des écarts-types.

Dans ce contexte, il est naturel que le mécanisme disciplinaire du marché des capitaux ait été strict et plutôt destructeur. Certaines personnes critiquent la brutalité dont le marché des capitaux fait preuve, notamment avec les banques en difficulté. D'aucuns vont même jusqu'à prôner la suppression de ce marché pour empêcher cet effet destructeur sur le système bancaire. Ils devraient néanmoins noter que les autorités ont longtemps négligé de combler l'absence de gouvernance dans la gestion bancaire, et que le marché des capitaux s'est mis à combler cette lacune au plus mauvais moment. Pour éviter cet effet destructeur, le gouvernement aurait dû s'attacher à y remédier lui-même.

Après avoir atteint des niveaux significatifs au début d'octobre 1995, la prime de risque japonaise est restée positive jusqu'en novembre 1997, date à laquelle le secteur bancaire a essuyé une deuxième attaque, comme le montre le GRAPHIQUE 1. C'est la persistance de la passivité des pouvoirs publics qui en est responsable. Après les turbulences financières de la fin 1997, le gouvernement a pris des mesures d'urgence pour rétablir la stabilité financière. Comme on l'a vu *supra*, il a injecté 1 800 milliards de yens de « fonds publics » dans le capital de 21 grandes banques en mars 1998. Malgré ces dispositions d'urgence, la prime de risque japonaise n'a pas disparu, mais a au contraire augmenté après cette injection de capitaux²⁹.

Le gouvernement japonais n'a apparemment pas su susciter une réaction positive de la part du marché des capitaux, car les mesures d'urgence prises depuis le début 1998 n'ont pas convaincu les investisseurs qu'il allait réellement abandonner sa politique de passivité, et qu'il comblerait le manque de gouvernance évoqué dans cet article. Le marché des capitaux souhaitait que le système bancaire soit rationalisé *via* une restructuration de grande ampleur. Cependant, du point de vue des investisseurs, l'injection de fonds dans le capital des banques, indépendamment des performances de ces dernières, revenait simplement à protéger des établissements mal gérés, et équivalait à financer la politique de passivité sur les deniers publics.

Contrairement à la première injection de fonds publics, la deuxième, effectuée en mars 1999, a su convaincre les investisseurs, car la Commission de redressement financier a adopté une certaine sévérité à l'égard des banques demandant des fonds publics. Le marché s'attendait à ce que les instances réglementaires abandonnent leur passivité notoire pour restructurer les banques, ce qui était essentiel pour redresser le secteur bancaire, alors au plus fort de la crise. La prime de risque japonaise a donc disparu immédiatement après la deuxième injection de fonds publics (GRAPHIQUE 1).

Sans réaction positive du marché des capitaux, toute politique de redressement sera vouée à l'échec. Le gouvernement et le marché des capitaux rivalisent actuellement pour combler le manque de gouvernance dans la gestion bancaire. Si l'État gagne, le marché sera apaisé. En revanche, si l'État perd, le marché deviendra cruel. Cet épisode montre que le marché pourrait constituer un instrument efficace pour discipliner la gestion bancaire, mais aussi les instances réglementaires char-

29. Point intéressant, du 13 mars au 2 avril 1998, les écarts du LIBOR entre Tokyo-Mitsubishi et les deux autres banques ont disparu tandis que la prime de risque japonaise est restée significativement positive. Cela laisse à penser que le marché monétaire interbancaire considérait l'injection de capitaux de mars 1998 comme une réédition partielle du filet de sécurité. Le marché financier estimait que le filet de sécurité traditionnel n'était plus en mesure de résoudre les problèmes bancaires du Japon.

gées du secteur financier. Nous pourrions utiliser le mécanisme du marché pour atténuer le problème de principal-agent concernant la réglementation évoquée précédemment.

Conclusion

Cet article donne un aperçu de la structure de la gouvernance dans le secteur bancaire japonais. Nous avons souligné que la gestion bancaire n'est soumise à aucun contrôle des tiers. Même le ministère des Finances ne supervise ni ne discipline efficacement la gestion bancaire du point de vue des contribuables. Ainsi, nous n'avons pas déterminé « qui supervise le superviseur » du système bancaire japonais. Nous dirions qu'il existe un déficit de gouvernance dans la gestion bancaire.

Cette absence de gouvernance est responsable de la restructuration tardive du secteur bancaire, qui souffre d'un problème de créances douteuses depuis le début des années quatre-vingt-dix. Récemment, en avril 1998, le gouvernement japonais a opté pour l'intervention rapide. En outre, il a débloqué des fonds publics pour renflouer les banques à condition que ces dernières se plient à un calendrier de restructuration rigoureux. Ces mesures semblent au moins avoir incité les banques hésitantes à réorganiser leur activité. Cette évolution nous révèle qu'en réalité, les établissements japonais n'étaient plus fortement incités à réformer leur fonctionnement de leur propre chef.

Nous devons combler ce manque de gouvernance, afin de mettre en place un système financier efficace et solide. À cet égard, il convient de noter que les procédures pour y remédier ont déjà été lancées. Dans une perspective à long terme, le gouvernement favorise une déréglementation complète du secteur financier. Pour réagir à la déception de la population face à l'inefficacité du système financier, le gouvernement a annoncé le projet de « big bang », visant à ouvrir davantage le secteur bancaire à la concurrence. Cette initiative a débouché sur d'importantes lois de réforme du système financier en 1998. Malgré la persistance d'une incertitude, ces lois rapprocheront le secteur financier japonais du marché contestable (Horiuchi, 1999). Des entreprises non financières souhaitent aujourd'hui faire leur entrée dans la branche des services financiers, ce qui en accroîtra la compétitivité. Ensuite, le gouvernement japonais s'est engagé à rembourser les dépôts des banques en faillite dans le cadre du système d'assurance-dépôts³⁰. Il va donc réduire la portée du filet de sécurité. Les gros déposants et autres investisseurs à grande échelle ne seront plus protégés contre les faillites des banques. Le marché des capitaux jouera donc un rôle plus actif dans la supervision de la gestion bancaire. Comme l'explique cet article, les marchés financiers ont commencé à faire une grande différence entre les banques solides et les établissements plus fragiles, en fonction de leurs performances de gestion³¹. Enfin,

30. Au départ, les autorités avaient promis de commencer les remboursements à compter d'avril 2001. Néanmoins, les pressions politiques exercées par les banques existantes, qui redoutaient les désordres que risquaient de provoquer ces remboursements, ont contraint le gouvernement à repousser l'opération à avril 2002. Ainsi, aujourd'hui encore, il n'est pas impossible que l'intervention politique retarde la restructuration du secteur financier au Japon.

31. Jusqu'à la fin 1999, le Conseil des finances (*Kinyu Shingikai*) organisé par le ministère des Finances devait rédiger un rapport insistant sur l'importance qu'il y avait à donner le coup d'envoi des remboursements en avril 2001, comme l'avait promis le gouvernement. Mais de fortes incertitudes pèsent sur la mise en œuvre de cette procédure, car certains députés y sont résolument opposés. Ils s'inquiètent de son influence néfaste sur les petites banques et les coopératives de crédit.

tant l'Agence de supervision financière mise en place en 1998 que les actions correctives qui n'ont pas tardé à être décidées, en avril 1998, témoignent d'un revirement dans la politique publique. Les autorités reconnaissent l'importance des règles prudentielles pour le système bancaire, et la règle de l'intervention rapide accroîtra la transparence de la réglementation et évitera de retomber dans le travers de la passivité. L'Agence de supervision financière exhorte les dirigeants des banques à revoir leur fonctionnement aussi rapidement que possible. Ces derniers auront du mal à avaler la pilule, mais leur survie à la crise actuelle passe par une restructuration de grande envergure.

La politique actuelle s'emploie donc, à juste titre, à combler le déficit qui a longtemps existé dans la gestion bancaire traditionnelle au Japon. Un bon dosage entre la concurrence sur le marché, un filet de sécurité limité, la pression du marché des capitaux et une supervision efficace de la part de l'autorité compétente rétablira la stabilité au sein de ce secteur et favorisera l'efficacité de l'intermédiation financière. Cependant, les réformes en cours s'accompagnent au Japon de changements radicaux dans le gouvernement d'entreprise en général. Les banques commerciales, et particulièrement les grandes, sont contraintes de restructurer leurs relations avec leurs entreprises clientes afin d'être mieux armées face à la férocité de la concurrence. Comme nous l'avons déjà indiqué, les prêts accordés par les grandes banques à leurs meilleurs clients sont en baisse depuis la fin des années soixante-dix. En outre, les récentes turbulences bancaires ont obligé ces établissements à réduire leur stock de valeurs des *keiretsu* (ce terme désigne une grande entreprise, ses filiales et leurs sous-traitants). Ces banques ne peuvent plus se permettre de détenir des portefeuilles volumineux dans le seul objectif de soigner leurs bonnes relations avec leurs entreprises clientes. Il en va de même pour les compagnies d'assurance. Les sociétés d'assurance-vie souffrent du rendement extrêmement faible de leurs portefeuilles de valeurs mobilières, et doivent aussi réagir au vieillissement de la population, qui les poussera à adopter une stratégie davantage orientée vers le consommateur. Elles ne peuvent plus détenir des participations dans leurs entreprises clientes dans le seul but de préserver leurs relations. En raison de ces changements au niveau des banques et des sociétés d'assurance, le marché des capitaux exercera davantage de pressions sur les dirigeants d'entreprise. On ne sait pas encore si cette évolution dans le gouvernement d'entreprise sera seulement superficielle ou ira réellement au fond des choses. Elle peut paraître destructrice à ceux qui estiment que la relation d'affaires traditionnelle centrée sur les banques a constitué une pièce maîtresse dans l'efficacité de la gestion japonaise. Cependant, ceux qui ne voient aucun avantage particulier dans cette relation entre les banques et les entreprises penseront que ce changement ne produira guère d'effet sur l'efficacité de l'industrie japonaise.

A. H.

RÉFÉRENCES

- Aoki M. (1994), « Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View », dans Aoki & Patrick (1994: 109-141).
- Aoki M. & H. Patrick (sous la direction de) (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press: New York.
- Aoki M., H. Partick & P. Sheard (1994), « The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview », dans Aoki & Patrick (1994: 3-50).
- BRI-Banque des règlements internationaux (1996), *66th Annual Report*.
- Black F., M.H. Miller & R.A. Posner (1978), « An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies », *Journal of Business* 51, 379-412.
- Boot A.W.A. (1992), « Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers », *Journal of Finance* 47, 1401-1423.
- Calder K. (1993), *Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance*, Princeton University Press.
- Cargill T.F., M.M. Hutchison & T. Ito (1997), *The Political Economy of Japanese Monetary Policy*, The MIT Press.
- Dewatripont M. & J. Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press: Cambridge.
- Diamond D.W. & P.H. Dybvig (1983), « Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity », *Journal of Political Economy* 91, 401-419.
- Frankel J.A. (1984), *The Yen-Dollar Agreement: Liberalizing Japanese Capital Markets*, Policy Analyses in International Economics 9, Institute for International Economics: Washington D.C.
- Gorton G. & R. Rosen (1995), « Corporate Control, Portfolio Choice, and the Decline of Banking », *Journal of Finance* 50, 1377-1420.
- Hanazaki M. & A. Horiuchi (2000), « Is Japan's Financial System Efficient? », *Oxford Review of Economic Policy* 16, 61-73.
- Hellman T., K. Murdock & J.E. Stiglitz (1997), « Financial Restraint: Toward a New Paradigm », dans *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, sous la direction de M. Aoki, H.-K. Kim & M. Okuno-Fujiwara, Oxford University Press: New York, 163-207.
- Horiuchi A. (1984), *Economic Growth and Financial Allocation in Postwar Japan*, Brookings Discussion Papers in International Economic 18.
- Horiuchi A., F. Packer & S. Fukuda (1988), « What Role Has the « Main Bank » Played in Japan? » *Journal of the Japanese and International Economies* 2, 159-80.
- Horiuchi A. (1996), « An Evaluation of Japanese Financial Liberalization: A Case Study of Corporate Bond Markets, » dans *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, sous la direction de T. Ito & A.O. Krueger, University of Chicago Press: Chicago, 167-191.
- Horiuchi A. (1999), « Financial Fragility and Recent Developments in the Japanese Safety Net », *Social Science Japan Journal* 2, 23-44.
- Horiuchi A. & K. Shimizu (2000), « Did *amakudari* Undermine the Effectiveness of Regulatory Monitoring in Japan? », à paraître dans *Journal of Banking and Finance*.
- Hoshi T., A. Kashyap & D. Scharfstein (1991), « Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups », *Quarterly Journal of Economics* 106, 33-60.
- Hoshi T., A. Kashyap & G. Loveman (1994), « Financial System Reform in Poland: Lessons from Japan's Main Bank System », dans Aoki & Patrick (1994: 592-633).
- Hoshi T. & A. Kashyap (1999), « The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come from and How Will It End? », à paraître dans *NBER Macroeconomic Annual 1999*.

- Jensen M.C. (1989), « The Eclipse of the Public Corporation », *Harvard Business Review* 67, 61-74.
- Kane E.J. (1995), « Three Paradigms for the Role of Capitalization Requirements in Insured Financial Institutions », *Journal of Banking and Finance* 19, 431-459.
- Kim K.A. & S.G. Rhee (1997), *Large Shareholders of Banks: Shareholder Activism and the Impact of the Regulatory Environment*, manuscrit non publié.
- Klein B. & K.B. Leffler (1981), « The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance », *Journal of Political Economy* 89, 615-641.
- Lindgren C.-J., G. Garcia & M.I. Saal (1996), *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund: Washington D.C.
- Miyajima H. (1994), *The Privatization of ex-Zaibatsu Holding Stocks and the Emergence of Bank-Centered Corporate Groups in Japan*, EDI Working Papers No. 94-52.
- Milhaupt C.J. (1996), « A Relational Theory of Japanese Corporate Governance: Contract, Cultur, and the Rule of Law », *Harvard International Law Journal* 37, 3-64.
- Morck R. & M. Nakamura (1998), « Banks and Corporate Control in Japan », *Journal of Finance* (à paraître).
- Nickell, S., D. Nicolitsas & N. Dryden (1997), « What Makes Firms Perform Well? », *European Economic Review* 41, 783-796.
- North D.C. (1990), *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- Okazaki T. (1997), « The Government-Firm Relationship in Postwar Japanese Economic Recovery: Resolving the Coordination Failure by Coordination in Industrial Rationalization », dans *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, sous la direction de A. Masahiko, H.-K. Kim & M. Okuno-Fujiwara, Oxford University Press, 74-100.
- Peek J. & E. Rosengren (1998), « The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan », *American Economic Review* 87, 495-505.
- Peek J. & E.S. Rosengren (1998), *Determinations of the Japan Premium: Actions Speaks Louder than Words*, manuscrit non publié, Federal Reserve Bank of Boston.
- Prowse S. D. (1992), « The Structure of Corporate Ownership in Japan », *Journal of Finance* 47, 1121-1140.
- Rajan R. (1992), « Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt », *Journal of Finance* 47, 1367-1400.
- Roe M. (1992), *Corporate Governance in Germany, Japan, and America*, Columbia Law School Working Paper.
- Sheard P. (1991), « The Economics of Interlocking Shareholding in Japan », *Recherche Economique* 45, 421-448.
- Sharpe S.A. (1990), « Asymmetric Information, Bank Lending, and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationship », *Journal of Finance* 45, 1069-1087.
- Takeda M. & P. Turner (1992), *The Liberalization of Japan's Financial Markets: Some Major Themes*, BIS Economic Papers 34.
- Stiglitz J.E. (1985), « Credit Markets and the Control of Capital », *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133-152.
- Teranishi J. (1994), « Emergence of Loan Syndication in Wartime Japan: An Investigation into the Historical Origin of the Main Bank System », dans Aoki & Patrick (1994: 51-88).
- Weinstein D.E. & Y. Yafeh (1998), « On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan », *Journal of Finance* 53, 635-672.