

PATRICE GEOFFRON¹

LA « CORPORATE GOVERNANCE » ET LA RESTRUCTURATION DU MODÈLE JAPONAIS

RÉSUMÉ. Cet article porte sur les transformations en cours de la *corporate governance* au Japon, domaine d'observation privilégié de la crise nipponne au cours de la décennie quatre-vingt-dix. Ce travail s'inscrit dans un courant plus large de travaux cherchant à analyser la transition d'un système de gouvernance entre deux équilibres. Ces questions trouvent un intérêt particulier concernant les modèles *insider* de *corporate governance* – en vigueur au Japon et en Europe continentale – moins bien adaptés aux effets de la globalisation que les modèles *outsider*.

L'article met en balance la dynamique du changement et les forces de rappel qui s'exercent au Japon dans un contexte où les banques ont moins d'incitations à rester « gardiennes du temple », ce qui rejaillit sur la cohésion de coalitions d'actionnaires. On observe d'une part, un esprit de réforme « néo-Meiji », c'est-à-dire la tentative d'introduire des éléments du « standard » anglo-saxon de *corporate governance*, tandis que, d'autre part, la complexité et l'imbrication des éléments du système

canonique des « quarante glorieuses » créent une forte inertie qui explique la longueur de la transition et suggère que, *in fine*, le cas nippon pourrait rester distinct de ce standard.

Le système japonais semble soumis à une *dépendance au sentier* mise en lumière par les travaux de Marc Roe. Cette dépendance tient à l'imbrication complexe de contrats implicites dans le système canonique. Conférer à l'actionnaire les droits de propriété dont il peut se prévaloir dans le schéma anglo-saxon suppose de dénouer certains de ces contrats implicites. La réforme de la *corporate governance* nipponne est en fait étroitement dépendante de l'évolution, lente, des relations d'emploi ou bien encore de la place de la bureaucratie dans le fonctionnement du système économique. Les enjeux et la portée de cette réforme dépassent ainsi largement l'enceinte du conseil d'administration des entreprises japonaises.

Classification *JEL* : G34 ; K22 ; P47.

1. PATRICE GEOFFRON est Professeur d'économie à l'Université de Paris XIII, Centre d'économie de Paris-Nord, UMR-CNRS (geoffron@seg.univ-paris13.fr).

La *corporate governance* est un domaine d'observation privilégié de la crise nipponne de la décennie quatre-vingt-dix et des transformations en cours dans le modèle japonais comme le révèle l'analyse du fonctionnement de ce modèle au cours des années cinquante à quatre-vingt. L'organisation de la *corporate governance* laisse alors une place prépondérante aux *insiders* (employés et managers) et aux partenaires commerciaux liés par des participations croisées, avec des banques en charge d'une fonction de surveillance et d'assurance qui donne une cohérence à l'ensemble. L'architecture de la *corporate governance* confère un caractère très spécifique au fonctionnement des instances de décision, à commencer par le conseil d'administration. Cette architecture détermine également les principes d'organisation industrielle des firmes, ainsi que les relations d'emploi (Geoffron & Rubinstein, 1999).

Pour ces raisons, la *corporate governance* est une clé d'entrée intéressante pour l'analyse des différentes séquences de la crise de l'économie japonaise. Si la composante financière de cette crise a dominé dans un premier temps (explosion des bulles patrimoniales, fragilité des firmes financières), ses dimensions réelles se sont révélées à la fin de la décennie avec, au plan macroéconomique, la persistance d'une configuration récessive et la montée du chômage après 1996 ; à un plan plus microéconomique, elle s'est traduite par l'apparition de mouvements de restructurations industrielles caractérisées par des cessions d'actifs et des réductions d'effectifs. On peut considérer que, dans sa première phase, la crise est restée contenue dans les limites du modèle nippon, sans remettre en question sa logique (schématiquement de 1989 à 1996), tandis que la phase ouverte depuis laisse apparaître des évolutions structurelles qui touchent notamment la fonction des banques dans la *corporate governance* et la cohésion des keiretsu.

La mutation nipponne qui s'opère est également une illustration de la pression exercée sur les systèmes *insider* de *corporate governance*. Schématiquement, il apparaît que ces systèmes – également dominants en Europe continentale – se combinent plus difficilement avec les exigences de la globalisation financière que les systèmes *outsider* anglo-saxons. Jusqu'aux années quatre-vingt-dix, une remarquable diversité a subsisté dans les systèmes nationaux de *corporate governance* – contrairement aux prédictions de Berle et Means (1932) – mais certaines évolutions portent la marque d'une homogénéisation internationale des pratiques : la multiplication des opérations de fusion-acquisition transnationales, la part accrue prise par les investisseurs institutionnels anglo-saxons dans le capital des entreprises industrielles, la diffusion d'outils d'incitation des managers comme les stock-options ou bien encore la publication de codes de « bonne conduite » comme celui de l'OCDE (1999a) en sont autant d'indices.

C'est pourquoi, au plan analytique, la transition d'un système de gouvernance d'un équilibre à l'autre mérite aujourd'hui plus d'attention que les caractéristiques d'un équilibre particulier. Mais pour l'heure, l'analyse de ces processus reste sommaire, laissant place à une sorte de « vulgate » : une convergence des mécanismes de *corporate governance* s'opérerait vers un point unique correspondant au système *outsider* anglo-saxon amendé par un activisme des investisseurs institutionnels. Certains travaux – notamment ceux de Mark Roe – suggèrent pourtant que la transformation de ces systèmes est plus complexe et que les

conditions initiales comptent, de telle sorte que des optima locaux peuvent subsister dans le mouvement de convergence internationale.

Notre objectif sera de situer le cas japonais dans cette problématique de la transformation des systèmes de *corporate governance*. Certains indices d'une mutation sont repérables : une attention plus manifeste à la valorisation des actions (plan de rachat d'actions), des systèmes d'incitation des managers plus étroitement associés aux cours boursiers (stock-option) et de meilleures garanties de transparence (administrateurs indépendants). Cependant, si la panoplie des outils s'est élargie, il est difficile d'apprécier leur fonction réelle dans le contexte japonais. S'il est clair aujourd'hui que la cohérence ancienne se délite, il est trop tôt pour isoler les mécanismes alternatifs qui s'imposeront.

Plutôt que de dresser un tableau « figuratif » et exhaustif des évolutions en cours – exercice délicat en raison du caractère parcellaire des observations disponibles – cet article met en balance la dynamique du changement et les forces de rappel. On observe en effet d'une part, un esprit de réforme « néo-Meiji », c'est-à-dire la tentative d'introduire des éléments du « standard » anglo-saxon de *corporate governance*, tandis que, d'autre part, la complexité et l'imbrication des éléments du *système canonique* des « quarante glorieuses » créent une forte inertie qui explique la longueur de la transition et suggère que, *in fine*, le cas nippon pourrait rester distinct de ce standard.

Un système *insider* résistant à une restauration des actionnaires dans leurs droits de propriété

La résistance du système traditionnel de *corporate governance* nippon dans les années quatre-vingt-dix constitue un paradoxe. Intuitivement, on s'attendrait à trouver une évolution en profondeur, en contrepoint de la crise financière, *a minima* une mutation du même type que le passage, pour la France, d'une économie de « réseau financier » à une économie de « marché financier » (Loulmet & Morin, 1999). L'explication de cette *dépendance au sentier* tient à l'imbrication complexe de contrats implicites dans le système canonique. Conférer à l'actionnaire les droits de propriété dont il peut se prévaloir dans le schéma anglo-saxon suppose de dénouer certains de ces contrats implicites.

Un système « canonique » structuré par une imbrication de contrats implicites

Il est d'usage de classer le Japon parmi les systèmes de *corporate governance insider*. La distinction conventionnelle entre systèmes *outsider* et *insider* ne rend pas totalement compte de la diversité des systèmes, mais cette césure repose toutefois sur des mécanismes bien distincts. Les systèmes *outsider* sont caractérisés par une dispersion de la propriété et une grande présence des investisseurs institutionnels, une primauté donnée aux intérêts de l'actionnaire dans la loi et, en particulier, la protection des plus marginaux d'entre eux, ainsi

que par de fortes obligations de diffusion de l'information (Nestor & Thompson, 1999).

Les systèmes *insider* sont, eux, portés par des relations de long terme entre des groupes d'actionnaires, intérêts familiaux, partenaires industriels ou banques organisés en coalitions. Ces coalitions reposent sur une utilisation privative de l'information entre ces partenaires, mais également sur des procédures de vote discriminatoires et sur des participations croisées qui crédibilisent les engagements réciproques et créent, en quelque sorte, une « communauté de destin ». Ces coalitions marginalisent les actionnaires périphériques et disposent des moyens de monitoring efficaces des managers, grâce notamment au rôle actif des banques.

Cette dépendance du système de *corporate governance insider* par rapport aux banques est particulièrement prégnante dans le cadre japonais traditionnel, *via* la construction institutionnelle qu'est le système de la banque principale (SBP) où les banques (actionnaires et prêteurs) délèguent à l'une d'entre elles le monitoring de l'entreprise. Il est acquis *ex ante* que la banque principale interviendra dans la gestion si les résultats de l'entreprise sont médiocres, éventuellement à des fins disciplinaires, mais surtout pour organiser un soutien financier.

Une telle organisation financière n'est pas neutre. En particulier, le SBP, en prévenant le risque de faillite, permet d'organiser des contrats d'emploi de long terme. Cette stabilité offerte motive également les managers en les associant durablement au devenir de la firme. Leur intérêt converge ainsi avec celui des actionnaires, sans que, pour autant, leur rémunération soit indexée sur le cours des actions. Cette imbrication entre contrats d'emploi et *corporate governance* se retrouve jusque dans la structure et le fonctionnement du conseil d'administration qui porte la marque de l'emploi à vie et de la progression à l'ancienneté dans la hiérarchie des responsabilités. La perspective de promotion au sein du conseil est un facteur de motivation et de loyauté avec, pour conséquence, une « inflation » de sa surface en récompense de cette loyauté. Ainsi en 1998, le nombre moyen des administrateurs, dans les sociétés cotées, était d'environ 20, tandis que 49 sociétés avaient 40 directeurs et plus (Yasui, 1999).

À ce stade du raisonnement, il est important de retenir que le centre de gravité du système *canonique* japonais n'est pas l'actionnaire. Même les banques, pourtant actionnaires, privilégient avant tout leur intérêt de prêteur, en cherchant à garantir leurs encours (Morck & Nakamura, 2000). Aussi, structurellement, la rémunération des actionnaires est restée médiocre, sans qu'il faille y voir le résultat du retranchement de managers aptes à dégager des rentes comme dans le système *outsider*. Dans la logique d'assurance collective qui prévaut dans ce système *canonique* nippon, les actionnaires clefs, souvent liés par des participations croisées, trouvent leur intérêt à pérenniser leurs relations techniques ou commerciales plutôt que de dégager une rentabilité à court terme de leurs participations.

La firme japonaise – et au-delà de ses frontières le réseau de ses partenaires commerciaux et financiers – sont ainsi une imbrication complexe de contrats financiers et de contrats d'emploi largement implicites (Geoffron & Rubinstein, 1999). Le rappel de cette caractéristique – certes bien connue et bien documentée – est fondamental à notre propos : celle-ci explique la forte inertie de ce système *canonique* japonais lorsqu'il s'agit d'introduire, comme dans le système *outsider* anglo-saxon, une logique dans laquelle prévalent les droits de propriété afférents au statut d'actionnaire.

Convergence linéaire *versus* dépendance au sentier des systèmes de *corporate governance*

Comment s'opère la transformation des systèmes de *corporate governance* ? L'analyse de ces processus peut s'articuler autour de deux thèses. La première est celle de la « convergence linéaire » qui postule que les entreprises arbitrent pour les formes de gouvernance les moins coûteuses selon une sorte de « déterminisme technologique » : dans un monde globalisé, les firmes sont confrontées à des problèmes uniformes et doivent y apporter les mêmes solutions (Bratton & McCahery, 1999). La fragilité fondamentale de ce scénario est qu'il repose sur une hypothèse forte de « ductilité » des systèmes de *corporate governance*. Aussi, au plan méthodologique, la majeure partie des travaux entrepris dans cette perspective considèrent les instruments de la *corporate governance* de façon isolée, sans prendre en compte les complémentarités. Ces travaux négligent donc que l'importation de « mécanismes marchands », pour produire des effets analogues à ceux observés dans leur système d'origine, suppose l'adoption des institutions caractéristiques d'un capitalisme marchand.

La thèse concurrente est celle de la *dépendance au sentier* des normes légales et des institutions (Bebchuk & Roe, 1999 ; Schmidt & Spindler, 1999). En l'espèce, chaque système de *corporate governance* est composé d'éléments enchâssés dans une structure d'incitations complexe. Ces interdépendances créent des barrières aux échanges croisés de ces éléments entre différents systèmes. La théorie de la *dépendance au sentier* exposée par Bebchuk et Roe aborde de front l'inertie des systèmes de *corporate governance*. Ce travail part du constat que, tendanciellement, dans les pays industrialisés les structures économiques se sont beaucoup rapprochées durant les décennies d'après-guerre, mais que les caractéristiques nationales de la propriété et du contrôle des entreprises sont restées remarquablement stables. Pour Bebchuk et Roe, l'erreur de raisonnement majeure – qui conduit à prédire une convergence totale – tient à l'univers théorique de référence : « *In a Coasian world, such mechanisms [of convergence] could lead to all companies being governed by the same efficient arrangements. As we explain, however, in an imperfectly Coasian world, these mechanisms are imperfect and cannot be expected to rigorously produce such a convergence.* »

Ces auteurs identifient deux formes de la *dépendance au sentier* pour tenter d'expliquer cette persistance très singulière. Tout d'abord une *dépendance déterminée par les structures initiales* : l'état du contrôle des entreprises en un point du temps détermine les évolutions ultérieures en raison de coûts irrécupérables d'externalités de réseau ou des complémentarités. En outre, la persistance d'un état initial peut s'expliquer par la recherche de rentes. Les agents détenteurs du pouvoir, qu'il s'agisse, selon les schémas nationaux, d'actionnaires de contrôle, de managers ou de responsables syndicaux sont incités à préserver les structures qui leur ont conféré ce pouvoir tant qu'ils ne supportent pas le coût du maintien de telles structures ou tant qu'ils ne tirent par des bénéfices supérieurs d'une transformation.

Ensuite, une *dépendance au sentier déterminée par les règles* : les normes légales d'une économie peuvent être influencées par les formes initiales de la propriété. Celles-ci pèsent en premier lieu sur l'efficacité relative de mécanismes alternatifs de *corporate governance*. De surcroît, elles confèrent un pouvoir à des

groupes d'intérêt qui influent le processus de redéfinition des normes légales, qu'il s'agisse à nouveau, d'actionnaires de contrôle, de managers ou de responsables syndicaux.

Le déroulement dans le temps de la crise suggère fortement l'existence d'une telle *dépendance au sentier* du système japonais : la profondeur de la crise financière aurait dû induire, dans un univers de convergence linéaire, un désengagement rapide des banques de leur relation d'assurance des activités industrielles et, par voie de conséquence, la non reconduction des contrats implicites liés au SBP, ainsi que la substitution, durant la décennie, de nouvelles règles de *corporate governance*.

D es solidarités conventionnelles à l'expérimentation de nouveaux outils

Comme nous l'avons indiqué, l'heure n'est pas encore à définir la logique nouvelle du système de *corporate governance* nippon. Deux dynamiques combinées sont cependant observables :

- d'une part, les banques ont moins de latitude et d'incitations, dans le nouveau contexte réglementaire, à rester les « gardiennes du temple », ce qui rejaillit sur la cohésion de coalitions d'actionnaires mais cette évolution relève plus de l'érosion progressive que de la rupture ;
- d'autre part, des instruments ou mécanismes nouveaux, inspirés du standard anglo-saxon sont introduits, l'adoption, à ce stade, de ces outils relevant plus de l'expérimentation que de l'adhésion massive des entreprises nippones.

Le *big bang* et les banques comme pivot du système de *corporate governance*

Le système canonique de *corporate governance* est-il soluble dans le *big bang* ? Autrement dit, l'achèvement en 2001 de la déréglementation financière sera-t-il le facteur prépondérant de transformation de la *corporate governance* ? La mise en œuvre du SBP après la guerre a été étroitement liée à un cadre réglementaire qui a réduit la concurrence entre firmes financières et orienté les entreprises vers les financements bancaires. Le processus de déréglementation engagé à partir de la fin de la décennie soixante-dix a sapé les bases de ce compromis en offrant aux grandes firmes des alternatives à l'endettement bancaire. L'élargissement du spectre des choix offerts aux firmes pour accéder aux produits et services financiers, en direction des marchés et des opérateurs financiers non bancaires, a réduit la cohérence du SBP : la dette et le capital des entreprises ont été plus largement diffusés et les relations avec les banques, comme prêteurs et actionnaires, moins étroites.

Certes les banques possèdent toujours une spécificité du fait de leur détention d'actions. Toutefois, si la fonction de prêt n'est plus une relation obligée, elles sont à la fois privées de certaines informations qui sont des outils de monitoring *ex ante* (l'analyse des projets préalable au montage financier), mais également de certains des bénéfices (la captation de rentes). De surcroît, la nouvelle loi sur les

faillites entrée en vigueur en 2000 contribue à déplacer le pouvoir de négociation des banques vers les entreprises et réduit la possibilité des premières à se placer au centre des processus de restructuration (OCDE, 2000).

Les entreprises anticipent d'ailleurs une telle évolution : pour 60 % des chefs d'entreprise, le recul du rôle des banques principales devrait se produire dans les cinq ans (Yasui, 1999). Il faut sans doute voir dans cette anticipation la perte de confiance des managers dans un système qui, pourtant, avait démontré son efficacité pour accompagner les restructurations industrielles lors des deux chocs pétroliers. Mais la différence est que le système bancaire était alors solide, alors qu'en 1997 les évaluations des créances douteuses ont culminé à 2 500 milliards de francs. Les banques, fragilisées par ces créances et soumises à une concurrence plus vive, ont été plus parcimonieuses dans leurs interventions. Kang et Stulz (1997) ont par exemple montré que les firmes qui dépendaient d'une banque principale ont moins investi que les firmes indépendantes, ce qui démontre l'impact négatif de ce type de système lorsque les banques sont en difficulté.

Depuis 1999 et surtout 2000, la fin de la solidarité inconditionnelle des banques prend des formes plus ostensibles avec des cas plus nombreux de faillites résultant directement du refus de soutien opposé par les banques. Ces comportements nouveaux résultent à la fois des évolutions de la réglementation (en particulier prudentielle), mais sont aussi la conséquence de la constitution de grands groupes bancaires issus de fusions entre les city banks, opérations qui sont l'occasion d'un nettoyage des portefeuilles de clientèle² et d'une recherche de rentabilité plus affirmée.

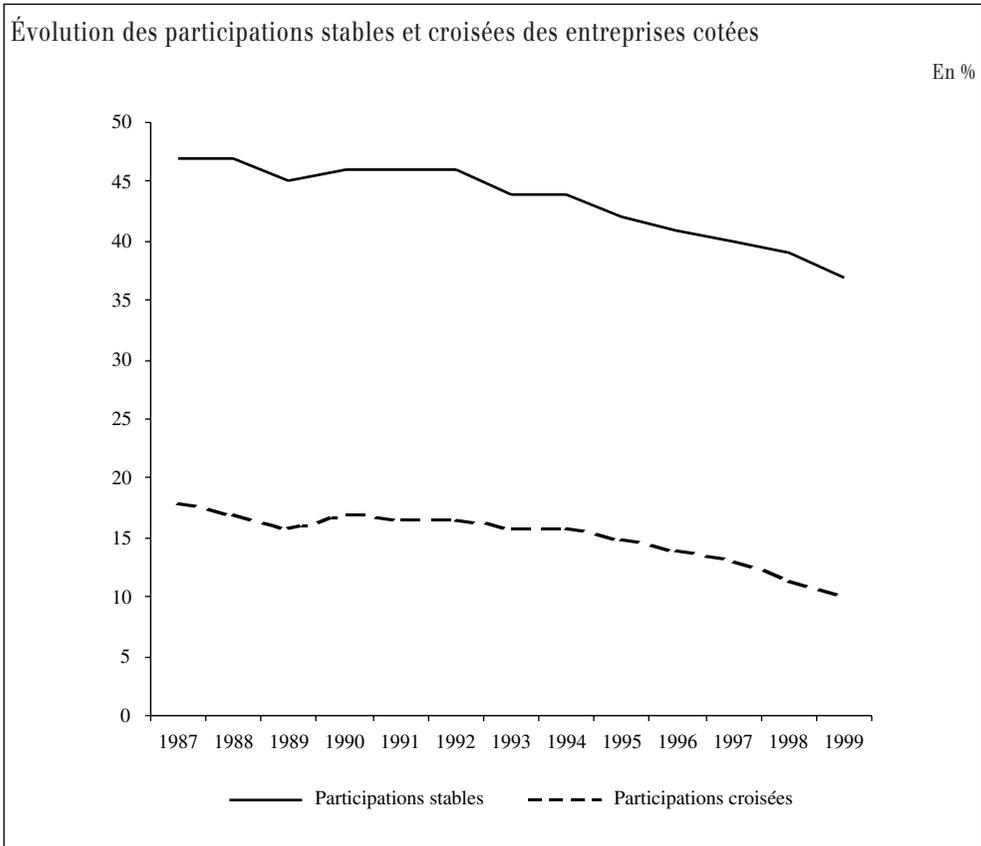
La fonction des banques dans le futur système de *corporate governance* nippon est donc une interrogation centrale. Leurs intérêts sont désormais ambigus : en tant que prêteurs, elles privilégient une limitation de la révélation d'informations sur les marchés d'actions qui sont susceptibles de fragiliser les firmes en position de faiblesse ; en tant qu'actionnaires, elles préfèrent que les firmes puissantes en tirent avantage par une valorisation patrimoniale (Perotti & Von Thadden, 1998). En tant que prestataires de services – au-delà de leurs activités d'intermédiation – elles tirent profit de la transformation des systèmes *insider* en accompagnant, par exemple, les opérations de fusion, y compris à caractère hostile.

Une solidarité amoindrie des blocs d'actionnaires

Le système japonais canonique, même s'il ne donnait pas la primauté à la création de valeur pour l'actionnaire, était structuré par des liens en capital entre des firmes coalisées notamment au sein des keiretsu. Aujourd'hui, la distension des participations croisées réduit la solidité de ces coalitions qui sont par ailleurs confrontées à des actionnaires périphériques revendiquant plus manifestement leurs droits. Le volume des participations stables qui représentait en 1987 47 % du total du capital des entreprises cotées est passé à 37 % en 1999 (GRAPHIQUE 1). Dans le même temps, le volume des participations croisées a été réduit de 18 % à 10 %. Certes, le maillage des firmes reste une réalité au Japon : une

2. Quatre opérations massives ont été annoncées en 2000, qui mettent en présence 7 des 9 city banks, 2 des trust banks ainsi que l'Industrial Bank of Japan.

GRAPHIQUE 1



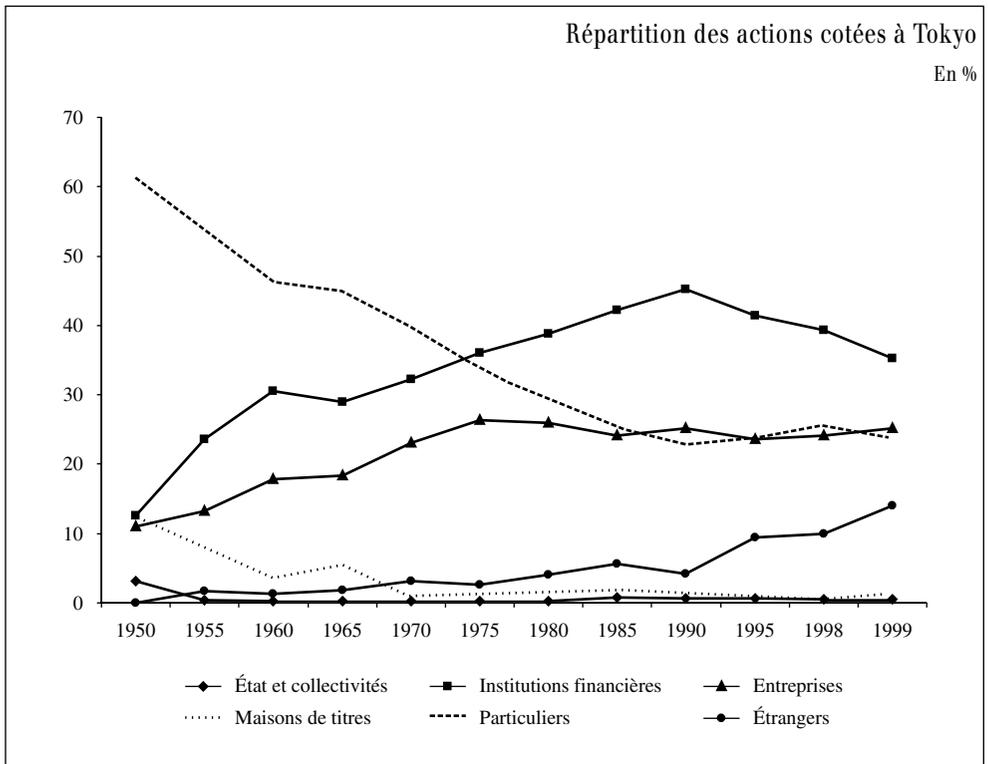
Source : Nikkei Research Institute.

étude du Nissei Research Institute montre que 95 % d'un échantillon de 2 426 firmes avaient, en 1999, des participations croisées. Pourtant, l'efficacité de cette solidarité collective est désormais douteuse.

Cette tendance est renforcée par des évolutions réglementaires, notamment à partir de mars 2000, l'adoption de normes plus strictes de consolidation des bilans des groupes, normes qui transforment la manière dont les sociétés gèrent leurs participations croisées. De plus, à partir de mars 2002, les participations croisées devront être comptabilisées à leur valeur de marché. Ces nouvelles règles permettront plus difficilement aux entreprises de mener une politique de diversification au nom de leur pérennité et favoriseront une stratégie de recentrage vers leurs métiers les plus profitables (Nohara, 2000).

L'objectif de rationalisation des productions, mis en avant dans le secteur bancaire par des fusions massives, frappe également d'autres secteurs. Ainsi les opérations de fusion-acquisition réalisées en 1999 ont concerné pour 60,7 % d'entre elles le rapprochement d'entreprises japonaises, tandis que cette part n'était que de 35,5 % en 1990 (GRAPHIQUE 2). Une déstabilisation des coalitions s'ensuit, tendance qui est renforcée par les acquisitions étrangères (12,2 % en 1999, contre

GRAPHIQUE 2



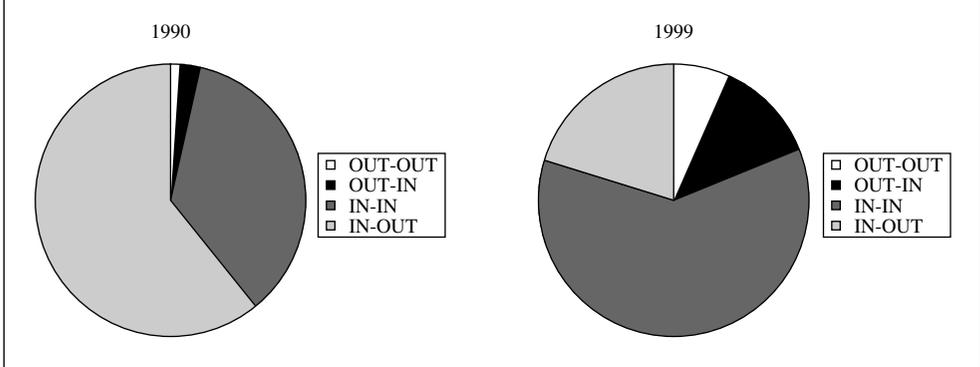
2,5 % en 1990). Globalement, la logique des acquisitions est donc passée en dix ans d'une stratégie de développement extérieur des grands groupes (*in/out*) à une logique de restructuration et de concentration (*in/in*) ou de cession d'actifs (*out/in*).

La possibilité adoptée en 1998 de créer des holdings est également à prendre en considération pour juger de la pérennité des participations croisées. Ce schéma a été mis en œuvre par des groupes importants à commencer par Toyota, Hitachi ou Sony. Cette organisation est de nature à accélérer la mobilité des actifs et donc la restructuration des groupes (Nohara, 2000).

Enfin, les coalitions sont perturbées par le comportement de certaines catégories d'actionnaires à la recherche d'une meilleure rémunération et, en conséquence, plus actives dans l'utilisation de leurs droits d'actionnaires. C'est le cas de certains investisseurs institutionnels nord-américains qui développent, comme en Europe, des stratégies d'activisme (Yasui, 1999). Des investisseurs domestiques comme les sociétés d'assurance-vie commencent à nourrir les mêmes préoccupations et à revendiquer aussi plus activement un meilleur traitement. Comme les restrictions à la mobilité internationale des capitaux ont été abolies, il y a moins de raisons pour les institutions nipponnes de ne pas réclamer des rémunérations conformes aux normes internationales.

GRAPHIQUE 3

Nature des opérations de fusions-acquisitions



Source : RECOF.

L'adoption d'outils inspirés de l'occident dans un esprit « néo-Meiji »

Dans ce contexte, un nombre croissant des sociétés ont lancé des mesures pour accroître la transparence de leurs mécanismes de gouvernance et pour modifier les systèmes d'incitation à destination des managers. Là encore, certaines mesures résultent d'évolutions réglementaires. Ainsi, les rachats d'actions par l'entreprise ont été autorisés en 1995³. Depuis, environ la moitié des entreprises nippones cotées a fait part de son intérêt pour une telle procédure et sa mise en œuvre est allée croissant (TABLEAU 1). Ces évolutions sont également sensibles dans le domaine de la rémunération des managers : de nombreuses entreprises adoptent des modes de rémunération intégrant plus largement des critères de performance ou d'évolution de la valeur des actions. Cette tendance a été confortée par l'amendement introduit dans le Code Commercial en mai 1997 qui autorise les plans de stock-options. Début 1999, 165 sociétés, dont 96 cotées, avaient introduit de tels plans.

Ces changements se retrouvent aussi dans la structure du conseil d'administration. La tendance est notamment à la réduction du nombre d'administrateurs.

TABLEAU 1

Nombre de compagnies ayant eu recours à des plans de rachat d'actions

1995	5
1996	16
1997	78
1998	186

Source : Life Insurance Association, *Annual Report*, 1998.

3. Pour accompagner des processus de restructuration. Le champ d'application de ces dispositifs devrait être étendu rapidement.

Sony a par exemple réduit en 1997 la taille de son conseil de 38 à 10 administrateurs dont trois indépendants. Renault a procédé de même pour le conseil de Nissan. Ces évolutions sont en rapport avec les attentes des investisseurs pour une gestion plus transparente, en conférant notamment un poids plus important aux administrateurs indépendants. Toutefois, comme l'indiquent les résultats d'une enquête conduite par le Tokyo Stock Exchange (TABLEAU 2), certaines mesures semblent recueillir peu d'adhésion comme la création de comités spécialisés.

TABLEAU 2

Mesures destinées à améliorer la <i>corporate governance</i>				
En % des entreprises cotées*				
	Adoptée	En cours	Exclue	Ne se prononce pas
Nomination de directeurs indépendants	35,6	4	37,9	22,5
Nomination de directeurs exécutifs	3,5	10,6	54,9	31,0
Réduction du conseil d'administration	28,6	9,9	31,9	29,6
Création d'un comité des rémunérations	0,4	2,0	74,6	23,0
Création d'un comité de supervision des embauches	0,6	2,0	74,3	23,1
Supervision de la mise en conformité juridique	25,8	10,0	38,8	25,4
Création d'un organisme consultatif des outsiders	3,8	2,6	71,3	22,3

* Enquête réalisée auprès de 1 200 entreprises cotées à la bourse de Tokyo.

Source : Tokyo Stock Exchange (1998b).

On retrouve ces différentes dispositions dans les conclusions du *Corporate Governance Forum of Japan* (ANNEXE 1) qui recommande, en outre, la publication de résultats trimestriels. L'orientation générale de ce travail est sans ambiguïté : il s'agit soit de renforcer les pouvoirs de contrôle indépendants sur la gestion de l'entreprise et d'accroître la diffusion d'informations, soit de prendre, sur le papier en tout cas, le contre-pied des principes en vigueur dans le système canonique. Ces orientations semblent s'inscrire dans une logique « néo-Meiji » qui consiste à importer, comme à la fin du XIX^e siècle, les éléments jugés les plus efficaces du système économique occidental.

Le poids de l'héritage dans le processus de transformation en cours

Doit-on retenir de ce qui précède que s'annonce une adoption rapide – à l'issue de l'expérimentation en cours – par les entreprises japonaises des outils issus du standard anglo-saxon ? Ce scénario nous semble peu plausible car de nombreuses catégories d'agents restent attachées à la préservation d'éléments du système antérieur de sorte que la *dépendance au sentier* qui a dominé durant la décennie quatre-vingt-dix devrait se prolonger.

Pour en juger, il faut sans doute mieux examiner les sources de cette inertie. Celle-ci s'explique, en premier lieu, par le pouvoir exercé par la bureaucratie nipponne. Cette dernière a piloté la croissance des décennies d'après-guerre dans une logique de tutelle administrative consistant en un contrôle *ex ante* sur les activités économiques. La logique des déréglementations actuelles est d'aboutir à un contrôle *ex post* qui modifie en profondeur le pouvoir de l'administration. La capacité de résistance au changement s'est avérée importante en raison de la perméabilité des sphères manageriale et bureaucratique. Ce fut particulièrement le cas dans le domaine financier, le secteur bancaire accueillant massivement, dans ses équipes de direction ou son conseil d'administration, des hauts fonctionnaires du ministère des Finances ou de la Banque du Japon. Les bureaucrates japonais ont été rétifs à la dissolution du SBP car ce processus aurait limité leur capacité à orienter les flux de financement. L'enjeu d'une « banalisation » de la *corporate governance* au Japon est ainsi la capacité de la bureaucratie à prolonger une logique de tutelle administrative.

Cette coalition d'intérêts doit également être étendue au personnel politique, soit essentiellement au Parti libéral démocrate (PLD) au pouvoir en quasi-continuité depuis la fin de la guerre. La crise bancaire a révélé l'ampleur des mécanismes de financement du PLD, voire de corruption. De toute évidence, il n'est pas de l'intérêt du PLD de voir émerger un système de *corporate governance* plus transparent. La gestion du calendrier des réformes par le PLD en est la marque. On trouve également trace de cette collusion des intérêts dans la structure des plans de relance macroéconomiques entrepris depuis 1992 qui sont très orientés vers le soutien de la base électorale du PLD, en particulier le secteur du BTP.

Cette remarque peut s'appliquer aux syndicats qui, par exemple, sont opposés à l'organisation en holding qui réduirait leur capacité à participer à la négociation collective et, tout particulièrement à préserver l'emploi à vie (Nohara, 2000). La transition vers un système de *corporate governance* qui ne garantit plus l'emploi à vie est une vraie difficulté pour les salariés à mi-carrière, « signataires » du contrat implicite de garantie, mais qui pourraient se voir privés de ses bénéfices si une logique de flexibilité externe du travail s'instaurait.

Ainsi, cette *dépendance au sentier* du système japonais s'explique sans doute par la forte cohérence interne du système canonique, notamment par l'imbrication des contrats financiers et des contrats d'emploi (Geoffron & Rubinstein, 1999). Comme l'indiquent Schmidt et Spindler (1999) : « *Elements of a system are complementary if they "fit together", i.e. mutually increase their "benefit" in terms of whatever the objective function or the standard for evaluating the system may be, and/or mutually reduce their disadvantages or "costs".* »

C'est pourquoi, l'introduction d'outils qui ont fait preuve de leur efficacité dans le monde *outsider* ne garantit pas les mêmes effets. Par exemple, les stock-options constituent des instruments d'incitation efficaces pour les managers dans un contexte de marché du travail externe et en présence de marché de capitaux liquides. Il n'est pas certain que ces deux conditions soient réunies dans le cas japonais. Autrement dit, la portée des stocks-options dans le système de *corporate governance* en transition ne sera pas la même au Japon que dans le cas américain. Dans le même ordre d'idées, le renforcement de l'information offerte aux actionnaires restera d'un effet réduit si ceux-ci ne peuvent faire valoir leurs droits

auprès des tribunaux : actuellement, les recours dont les actionnaires parviennent *in fine* à tirer avantage sont rarissimes (West, 2000).

Vers un optimum local spécifique au Japon ?

Les transformations du système de *corporate governance* nippon révèlent les forces en tension à l'issue d'une décennie de crise profonde.

La forte cohérence interne du système *canonique* le rend *dépendant au sentier* de sorte que la recomposition d'une mécanique de *corporate governance* ne peut résulter de la transposition directe, dans un esprit « néo-Meiji », des outils jugés les plus efficaces du modèle anglo-saxon. Aussi, la réforme de la *corporate governance* nippon est étroitement dépendante de l'évolution, lente, des relations d'emploi ou bien encore de la place de la bureaucratie dans le fonctionnement du système économique du pays. Les enjeux et la portée de cette réforme dépassent ainsi largement l'enceinte du conseil d'administration des entreprises japonaises.

La crise empêche pour l'heure de distinguer l'émergence d'une nouvelle cohérence dans le système de *corporate governance* nippon. Pour juger, par exemple, de la capacité des banques à prolonger certains éléments de leur fonction d'assurance, il faudra attendre que les plus grandes d'entre elles (les city banks) aient achevé les fusions en cours et que les banques régionales aient nettoyé leur bilan. La fin du *Big Bang* produira certainement une concurrence plus aiguë entre firmes financières, mais certains travaux montrent qu'une telle évolution n'est pas synonyme de la disparition totale de toute forme de « financement relationnel » qui jusqu'alors a fait la spécificité du Japon (Aoki & Saxonhouse, 2000).

Un dernier argument conforte la perspective de voir subsister au Japon un optimum local distinct du standard anglo-saxon : une partie du patronat nippon reste très attachée à la préservation de formes originales de *corporate governance*. M. Okuda, PDG de Toyota et Président de la fédération patronale Nikkeiren exhortait récemment les patrons nippons à ne pas céder aux appels de la création de valeur pour l'actionnaire et à préserver les conditions d'une politique d'emploi sur le long terme. Un tel discours accrédite l'hypothèse d'une préservation de formes d'exception japonaise dans la *corporate governance*.

P. G.

ANNEXE I
PRINCIPES PRÔNÉS PAR LE *CORPORATE GOVERNANCE FORUM OF JAPAN*⁴

Principle 1: The board of directors should require that the management of the company be fully accountable to shareholders as well as the board of directors through the provision of accurate, substantive, practical and reliable information (...).

Principle 2: The board of directors should be aware of the vital importance of the rigorous management of company risk and the timely disclosure of information which might seriously affect shareholders interests (...).

Principle 3: The board of directors should begin to report globally consolidated semi-annual accounts based on the mark to the market accounting system as soon as the « international standard » now under consideration is finalized. Quarterly reporting of accounts should also be introduced as soon as possible.

Principle 4: The board of directors has the important responsibility of coordinating the various interests of all the other stakeholders, while substantively representing the immediate interests of shareholders (...).

Principle 5: The board of directors should include independent, non-executive directors who have no direct interests in the company (...).

Principle 6: The number of director should be appropriate to guarantee effective discussion at the board-level (...).

Principle 7: The functions of the board of directors and any management board should be separated so that corporate decision-making and business execution are clearly distinguished.

Principle 8: The board of directors should consist of both executive directors and independent, non-executive directors. Independent, non-executive directors should comprise a majority on the board.

Principle 9: Several committees should be established within the board, with responsibilities for the appointment of directors, setting directors' remuneration, expediting corporate governance, and so on (...).

Principle 10: The chairperson of the board of directors, as the person ultimately responsible for the governance structure, and the shacho, as the officer ultimately responsible for business execution, should ideally not be the same person (...).

Principle 11: The quality of corporate auditing should be improved by the appointment of more than one independent (external) corporate auditor, and by more carefully defining the role of independent external auditor vis-à-vis internal auditors (...).

Principle 12: Auditors should be free to request all information relating to the decision-making activities of managers and directors.

Principle 13: An audit committee should be created within the board of directors as soon as the majority of the directors are independent and non-executive. All members of the audit committee should be non-executive directors (...).

4. Source : Corporate Governance Forum of Japan, *Final Report*, 1998.

RÉFÉRENCES

- Anderson C.W. & T.L. Campbell (2000), *Corporate Governance of Japanese Banks*, University of Missouri, Working Paper.
- Aoki M. (1997), *National Diversity of Corporate Governance and the Global Standard*, Fifth International Conference Europe-Japan, Barcelone.
- Aoki M. & G.R. Saxonhouse (2000), *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*, Oxford University Press.
- Berle A. & G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Mac Millan.
- Boyer R. (1999), *Is a Finance Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism?*, mimeo, CEPREMAP, septembre.
- Boyer R. & M. Freyssenet (2000), « Les modèles productifs », *Repères*, n° 298.
- Boyer R. & M. Juillard (1996), « Le rapport salarial japonais a-t-il atteint ses limites ? », communication au colloque « Capitalisme japonais et crises contemporaines, recherches récentes », ministère de la Recherche, 16-18 décembre 1998.
- Bratton W. & J. Mc Cahery (1999), « Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: the Case against Global Cross Reference », communication à la conférence « Convergence and Diversity in Corporate Governance Regimes and Capital Markets », Tilburg University, 4-5 novembre, Eindhoven.
- Bebchuck L. & M. Roe (1999), *A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership*, Columbia University, Working Paper, n° 131.
- Étienne G. (1999), « Les fusions-acquisitions au Japon », *Notes économiques du Japon*, n° 14.
- Geoffron P. (1999), « Quelles limites à la convergence des modèles de corporate governance ? », *Revue d'économie industrielle*, n° 90.
- _____ (2000), *Corporate Governance in Europe: Towards the Disappearance of Insider Models in Europe?*, ESSY Meeting, Wissenschaftszentrum Berlin, juin.
- Geoffron P. & M. Rubinstein (1999), « La relation contrat d'emploi et contrats de financement dans le modèle japonais », *Revue française d'économie*, n° 1.
- Gibson M. (1998), *Big Bang Deregulation and Japanese Corporate Governance*, Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 624.
- Gilson R. (1996), « Corporate Governance and Economic Efficiency: When Do Institutions Matter? », *Washington University Law Quarterly*, n° 2.
- Heinrich R. (1999), *Complementarities in Corporate Governance*, Kiel Working Paper, n° 947.
- Hirota S. (1999), *Does Financial Markets Competition Destroy Lending Relationships? Evidence from the Main Banks Relations in Japan*, Waseda University, Working Paper, n° 99-5.
- Hoshi T., A. Kashyap & D. Scharfstein (1990), « Bank Monitoring and Investment: Evidence from the Changing Structure of Japanese Corporate Banking Relationship », dans *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, sous la direction de G. Hubbard, University of Chicago Press.
- Kang J.-K. & R.M. Stulz (1997), *Is Bank Centered Corporate Governance Worth It? A Cross-Sectional Analysis of the Performance of Japanese Firms during the Asset Price Deflation*, Korea University, Working Paper.
- Lazonick W. (1998), *The Japanese Financial Crisis, Corporate Governance and Sustainable Prosperity*, INSEAD, Working Paper, n° 227.
- Lazonick W. & M. O'Sullivan (1999), *Governance of Innovation for Economic Development*, TSER Program: Innovation Systems and European Integration.
- Loulmet L. & F. Morin (1999), « The Transformation of the French Model of Capital Holding and Management », communication au colloque « Corporate Governance in Asia: a Comparative

- Perspective », OCDE, Séoul, 3-5 mars.
- Morck R. & M. Nakamura (2000), *Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems*, Harvard University Cambridge, Working Paper.
- Nestor S. & J. Thompson (1999), « Corporate Governance Patterns in OECD Economies: Is Convergence under Way? », communication au colloque « Corporate Governance in Asia: a Comparative Perspective », OCDE, Séoul, 3-5 mars.
- Nohara H. (2000), *La crise du capitalisme japonais : ses dimensions structurelles et historiques*, LEST, Document de travail.
- OCDE (1999a), *Principes relatifs au gouvernement d'entreprise*.
 _____(1999b), *OECD Review of Regulatory Reform in Japan*.
 _____(2000), *Economic Survey: Japan*.
- Perotti E. & E.-L. Von Thadden (1998), *Dominant Investors and Strategic Transparency*, CEPR Working Paper.
- Roe M. (1994), *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton University Press.
- Schmidt R. & G. Spindler (1999), *Path Dependence, Corporate Governance and Complementarity – A Comment on Bebchuk and Roe*, Goethe-Universität, Working Paper, n° 27.
- Sheard P. (1998), *Japanese Corporate Governance in a Comparative Perspective*, miméo.
- Tokyo Stock Exchange (1998a), *Fact Book 1998*.
 _____(1998b), *Report on Results of Survey by Questionnaire on Corporate Governance*, 20 octobre.
- Van den Berghe (1999), *International Standardisation of Good Corporate Governance*, Kluwer Academic Publishers.
- Vives X. (2000), *Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.
- Yasui T. (1999), « Corporate Governance in Japan », communication au colloque « Corporate Governance in Asia: a Comparative Perspective », OCDE, Séoul, 3-5 mars.
- Yoshikawa H. (sous la direction de) (1998), *Made in Japan*, rapport final de la commission japonaise sur la performance industrielle, traduction française, Le Livre de Poche.
- West M.D. (2000), *Why Shareholders Sue: the Evidence from Japan*, Olin Center for Law & Economics, University of Michigan, Working Paper, n° 00-010.