

# Le marché financier japonais

Mitsuo SATO\*

Directeur général de la Bourse de Tokyo

Le marché financier japonais a connu une croissance exceptionnelle, particulièrement au cours de ces dernières années, pour se classer aujourd'hui parmi les principales places financières du monde. Ce marché reste toutefois relativement méconnu des investisseurs occidentaux en raison de la nature récente de cet essor et de l'existence de barrières culturelles et linguistiques. Il n'en reste pas moins que le volume des investissements étrangers sur le marché financier japonais a enregistré une hausse régulière qui devrait se poursuivre.

Dans ce contexte, cet article vise à présenter le marché des capitaux japonais, et plus particulièrement la Bourse de Tokyo, aux lecteurs peu familiers avec le sujet. Il s'agit donc principalement d'un exposé descriptif qui ne prétend être ni une analyse, ni une étude empirique.

À sa création, en 1878, la Bourse de Tokyo (« TSE »), aujourd'hui poumon du marché des capitaux japonais, revêtait la forme d'un organisme à but lucratif. Avant la Seconde Guerre mondiale, les « Zaibatsu » (conglomérats bancaires et industriels contrôlés par des grandes familles) détenaient la plupart des actions émises par des entreprises industrielles et la part des titres pouvant être vendus publiquement en était très réduite. Par conséquent, la Bourse ne se prêtait guère à la mobilisation de fonds et à l'investissement. Ce ne fut qu'après la Seconde Guerre mondiale que la Bourse de Tokyo se transforma en marché moderne des capitaux.

## La croissance du marché après la Seconde Guerre mondiale

En 1945, à l'issue de la guerre, la Bourse fut fermée. Puis, en 1947, on décida de démanteler les sociétés de portefeuille des « Zaibatsu » et de mettre en vente publique les titres qu'elles détenaient. Ces mesures s'inscrivirent dans ce que l'on appela le « mouvement de démocratisation du marché des valeurs mobilières » et constituèrent la clef de voûte du développement ultérieur du marché des capitaux japonais.

La Bourse de Tokyo fut établie sous sa forme actuelle en avril 1949, conformément à la nouvelle loi sur les valeurs mobilières promulguée en mai 1948 ;

\* L'auteur exprime des opinions personnelles qui ne reflètent pas nécessairement la position officielle de la Bourse de Tokyo.

## M A R C H É F I N A N C I E R J A P O N A I S

elle devenait un organisme sans but lucratif regroupant des sociétés membres. Elle ouvrit ses portes en mai 1949 avec 530 titres inscrits en Bourse.

Par ailleurs, la croissance de l'économie japonaise devait s'accompagner d'un essor du marché des valeurs mobilières. Ainsi, au cours des années 50 et au début des années 60, alors que la croissance économique japonaise était tout particulièrement soutenue, la Bourse enregistrait une progression quasiment ininterrompue. L'indice de la Bourse (le « TOPIX », base 100 au 4 janvier 1968) passait de 22 en 1949 à 126 au milieu de l'année 1961, qui était marquée par l'intégration du marché hors cote. Cela avait pour effet de doubler le nombre des sociétés inscrites en Bourse qui dépassaient alors le cap du millier. Toujours en 1961, le volume moyen des transactions quotidiennes s'élevait à 20 milliards de yens (56 millions de dollars).

En 1962, l'économie japonaise connaissait sa première récession importante de l'après-guerre. Le ralentissement de l'économie et le déclin des profits réalisés par les entreprises poussaient les investisseurs à résilier des contrats passés avec des sociétés de placement. De leur côté, les maisons de courtage en valeurs mobilières, qui effectuaient des transactions pour leur propre compte durent vendre des titres dans un mouvement de panique, ce qui accentua la chute de la Bourse. À la fin de 1965, l'indice de la Bourse de Tokyo avait chuté jusqu'à 81, en recul de 36 % par rapport à son niveau record de 1961. De plus, deux sociétés membres, acculées à la faillite, devaient être renflouées par la Banque du Japon à coups de prêts massifs.

Certaines maisons de courtage s'étant trouvées dans une situation financière très précaire, la loi sur les valeurs mobilières fut modifiée en octobre 1965 et l'on instaura un permis obligatoire pour ce type d'activité. Ceci amena les maisons de courtage à prendre des mesures afin d'assainir leur gestion et leur situation financière.

Après être sortie du marasme au cours de l'automne 1965, l'économie japonaise retrouva son dynamisme tandis que la tendance boursière revenait à la hausse. L'indice de la Bourse enregistrait une progression constante jusqu'au début de l'année 1973 pour atteindre 422, alors qu'en 1972, le volume moyen des transactions quotidiennes faisait plus que quintupler par rapport à son niveau de 1965, pour arriver à 72 milliards de yens, soit 240 millions de dollars.

13

### **Le premier choc pétrolier et les taux d'intérêt**

Le premier choc pétrolier intervenu à la fin de 1973 vint mettre un frein à une croissance économique rapide et, en 1974, pour la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, le Japon connut une croissance économique négative. En raison de la montée en flèche des prix du pétrole brut, le taux d'inflation dépassa le cap de la dizaine et les taux d'intérêt augmentèrent fortement, ce qui affecta de façon très néfaste le marché boursier. De fait, l'indice de la Bourse de Tokyo, qui avait atteint un sommet de 420 en janvier 1973, chuta à 250 en octobre 1974.

Cependant, ce premier choc pétrolier se révéla bénéfique à long terme pour le marché des valeurs mobilières : il provoqua un changement radical dans le mode de financement des entreprises. La crise pétrolière eut pour effet d'obliger les sociétés qui avaient coutume de recourir sans trop de discernement aux emprunts bancaires à réviser leur politique de financement. Ceci s'appliquait plus particulièrement aux grandes sociétés. Lors de la grande récession de 1974, l'effet de levier était très défavorable. Aussi, la réduction des remboursements d'intérêts devint une priorité pour les sociétés, ce qui les incita à choisir plutôt le financement direct et plus particulièrement par le biais d'émission d'actions ou de titres de participation tels que les obligations convertibles. Ceci accentua l'essor que connut le marché des valeurs mobilières ultérieurement.

C'est en 1976 que l'économie montra les premiers signes d'un rétablissement,

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

parallèlement au relâchement des pressions inflationnistes et des restrictions monétaires. Dès lors, l'économie japonaise connut une croissance constante, exception faite de la brève turbulence engendrée par le second choc pétrolier de 1979. Le taux de croissance, bien qu'inférieur aux sommets du passé, s'est situé à un niveau modéré compris entre 3 et 5 %.

À l'instar d'une économie dynamique, la Bourse connut une progression constante jusqu'en 1983, encore plus marquée par la suite jusqu'au krach d'octobre 1987. L'indice grimpa jusqu'à presque 730 à la fin de l'année 1983, puis monta en flèche pendant les quatre années qui suivirent pour atteindre un sommet historique de 2 258 en juin 1987. Le volume quotidien des transactions, de son côté, grossissait également pour dépasser 900 milliards de yens ou 6 milliards de dollars fin 1987.

L'internationalisation du marché boursier japonais a débuté également peu après le premier choc pétrolier. À cet égard, entre 1977 et 1987, le montant total des transactions sur titres japonais effectuées par des investisseurs étrangers a été multiplié par 29 pour les actions et par 37 pour les obligations pour atteindre respectivement 54 milliards de milliards de yens (400 milliards de dollars), et 87 milliards de milliards de yens (650 milliards de dollars). Phénomène encore plus remarquable, au cours de la même période, le montant des transactions sur titres étrangers effectuées par des investisseurs japonais a augmenté de 300 fois pour ce qui est des actions et de 2 000 fois pour les obligations avec respectivement 20 milliards de milliards de yens (150 milliards de dollars), et 380 milliards de milliards de yens (2,8 milliards de milliards de dollars).

L'inscription de titres étrangers à la cote débuta en décembre 1974 en raison de l'intérêt grandissant des investisseurs japonais pour ce type de valeurs.

### **La Bourse de Tokyo aujourd'hui**

Elle est devenue l'un des principaux marchés des capitaux mondiaux après avoir traversé de nombreux remous dont ceux mentionnés plus haut. En ce qui concerne la capitalisation boursière, son taux de croissance par rapport à l'économie nationale a dépassé tous les résultats enregistrés sur les autres grands marchés financiers mondiaux. Le graphique I montre la croissance du ratio de la capitalisation boursière au PNB ainsi que la croissance du PNB par habitant, et ce pour cinq grands pays industrialisés entre 1976 et 1986. Bien qu'au cours de cette période le ratio de la capitalisation boursière au PNB ait partout augmenté en même temps que le PNB par habitant, c'est au Japon qu'il a connu la croissance la plus rapide puisqu'il est passé de 30 % en 1976 à 90 % en 1986.

En novembre 1988, 1 560 sociétés japonaises et 107 étrangères étaient inscrites à la Bourse de Tokyo, tandis que la valeur record du marché des titres nationaux s'élevait à 470 milliards de milliards de yens (3,8 milliards de milliards de dollars). Le volume quotidien des transactions s'est établi à environ 1 milliard de milliards de yens (8 milliards de dollars au cours des onze premiers mois de 1988, dépassant nettement New York qui affichait alors seulement 6 milliards de dollars. Par ailleurs, quelque 1 350 émissions d'obligations japonaises et étrangères se négocient à la Bourse de Tokyo où l'on peut également effectuer des opérations à terme sur les obligations d'État et l'indice boursier, mais nous reviendrons sur ce point.

---

### **STRUCTURE DU MARCHÉ BOURSIER JAPONAIS**

---

Un trait distinctif de la Bourse de Tokyo est la pureté du marché dirigé par les ordres que viennent renforcer quelques mesures visant à assurer le maintien des cours. À

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

Tokyo comme ailleurs, si les particuliers jouent encore un rôle important, les investisseurs institutionnels occupent une place grandissante. Pour ce qui est des agents intervenant sur le marché, le Japon est confronté au problème de la séparation entre les activités bancaires et le commerce des valeurs mobilières.

### **MARCHÉ DIRIGÉ DE FAÇON CONSTANTE PAR LES ORDRES**

Le marché de la Bourse de Tokyo est un marché dirigé essentiellement par les ordres dans lequel les ordres d'achat et de vente interagissent directement. Tous les ordres, qu'ils soient à cours limité ou au mieux, sont placés par les agents de change ou courtiers membres chez les « Saitori » dont le rôle se limite à agir en tant qu'intermédiaire cherchant à compenser ces différents ordres en respectant les règles des enchères, à savoir attribution au plus offrant et respect de la chronologie. Les « Saitori » ne peuvent, en aucun cas, effectuer des opérations boursières pour leur propre compte ou celui de particuliers. En bref, la Bourse de Tokyo est un marché purement fondé sur l'offre et la demande où, à la différence de la Bourse de New York, les mainteneurs du marché, tels que les spécialistes, n'interviennent aucunement.

De nombreuses Bourses, dont celles de New York et de Paris, ont adopté le système du marché dirigé par les ordres qui présente certains avantages notables par rapport au système du marché de spécialistes dirigé par les prix ; la Bourse de Londres et le marché hors cote américain (le NASDAQ) ont adopté ce dernier système.

Parmi ces avantages, il y a la transparence du marché. En effet, dans le premier système c'est le marché lui-même qui détermine le meilleur prix par le jeu de la libre concurrence entre les véritables acheteurs et vendeurs. Les responsables de la réglementation peuvent relativement facilement veiller à l'équité de la fixation des prix en suivant le marché, grâce à la concentration de tous les ordres en un lieu unique. Aussi, les investisseurs peuvent avoir toute confiance dans les prix qu'ils ont obtenus.

15

En revanche, dans le second système, ce sont les spécialistes qui proposent le prix et il faut qu'il y ait une concurrence suffisante entre eux pour que le conflit d'intérêts qui les oppose aux investisseurs soit aussi minime que possible. En effet, les spécialistes cherchent à dégager un profit de leur intervention sur le marché alors que les investisseurs tentent d'obtenir le meilleur prix possible. De plus, dans la mesure où les ordres ne se concentrent pas en un lieu unique, les responsables de la réglementation peuvent difficilement suivre le marché pour veiller à l'équité de la fixation des prix.

Le marché dirigé par les ordres possède un autre avantage lié d'une certaine manière au précédent : il y a une liquidité maximale de titres grâce à la concentration des ordres. De surcroît, à la Bourse de Tokyo, les investisseurs peuvent obtenir des renseignements sur les cours acheteur et vendeur en s'adressant à leur courtier, ce qui leur permet de prendre une décision rapide et appropriée. Bien évidemment, il en va de même sur les marchés de spécialistes dirigés par les prix ; il s'agit même de l'une des caractéristiques de ce type de marché. Toutefois, pour répondre à la demande des investisseurs, les spécialistes doivent avoir une envergure financière suffisante.

Néanmoins, les ordres portant sur des blocs d'actions peuvent poser un problème dans un marché dirigé par les ordres, alors qu'en principe ils n'en constituent pas dans un marché de spécialistes. En effet, dans le premier cas, il faut recourir à une méthode particulière pour exécuter les ordres portant sur des blocs d'actions puisque leurs contreparties n'existent pas toujours. Le courtier qui reçoit un ordre d'achat ou de vente d'un bloc d'actions utilise souvent une méthode consistant à « compenser » les ordres. Pour ce faire, le courtier doit tout d'abord chercher un

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

acheteur ou un vendeur qui fait la contrepartie, puis s'il n'en trouve aucun, faire la contrepartie lui-même. Le déroulement de cette opération doit, bien sûr, respecter les règles des enchères. Dans le cas d'un marché de spécialistes, il en va différemment puisque le spécialiste fait directement la contrepartie en achetant ou en vendant pour son propre compte contre l'ordre portant sur un bloc d'actions. Cependant, une fois de plus, la capacité du spécialiste à négocier les ordres portant sur des blocs d'actions dépend en grande partie de son envergure financière.

La Bourse de Tokyo qui présente les avantages naturels du marché dirigé par les ordres a, de surcroît, adopté deux mesures exceptionnelles visant à assurer la stabilité des cours. En effet, en l'absence de mainteneurs de marché dont le rôle consiste à « harmoniser » les opérations, il fallait prendre des mesures afin d'éviter que les fluctuations de cours excessives se produisent en raison de déséquilibres entre les ordres.

La première mesure est l'utilisation d'un système de cotation spéciale. Lorsqu'il se produit un déséquilibre important entre les ordres portant sur un titre inscrit en Bourse, on suspend temporairement les opérations sur cette valeur en inscrivant simultanément une « cotation spéciale du cours acheteur » ou « une cotation spéciale du cours vendeur » à un niveau légèrement supérieur ou inférieur au dernier prix de vente. Ainsi, toutes les personnes participant au marché sont au courant de la situation et peuvent agir en connaissance de cause. Une cotation spéciale peut être révisée à la hausse ou à la baisse environ toutes les cinq minutes jusqu'à l'instauration d'un équilibre entre l'offre et la demande.

La deuxième mesure est la fixation d'un cours limite quotidien. Aucune valeur inscrite en Bourse ne peut être négociée au-delà ou en deçà d'un certain prix, en prenant pour point de référence le cours de clôture de la veille. Il est à noter qu'il s'agit d'une limite absolue et non relative (exprimée en pourcentage), ce qui permet aux investisseurs de savoir à l'avance dans quelle mesure les fluctuations de cours déclencheront la suspension des opérations.

Non seulement ces deux mesures participent à la stabilisation des cours, mais encore elles servent de disjoncteurs dans des cas extrêmes comme le krach d'octobre 1987 sur lequel nous reviendrons plus loin.

### **LES PARTICIPANTS : 21 MILLIONS D'ACTIONNAIRES**

Une Bourse comme celle de Tokyo où les mainteneurs de marché sont absents se doit d'attirer le plus large public possible. De fait, la survie du parquet de la Bourse dépend totalement du bon vouloir des investisseurs.

À l'heure actuelle, en ce qui concerne les Bourses japonaises, on compte 21 millions d'actionnaires dont 20 millions sont des particuliers (il s'agit de données brutes : par exemple, un investisseur qui détient deux titres différents compte pour deux actionnaires). On estime que le nombre réel de particuliers qui détiennent des actions s'élève actuellement à 8 millions. Les particuliers détiennent environ 21 % du nombre total des actions en circulation, les institutions financières 43 %, les sociétés 30 %, les investisseurs étrangers 4 % et enfin les maisons de courtage en valeurs mobilières 2 %. Selon un bulletin d'information récemment publié par la Bourse de Tokyo, il y eut environ 450 000 ordres et 250 000 transactions au cours d'une journée record. Les particuliers ont été les investisseurs les plus actifs sur le marché. Selon les résultats d'une étude portant sur les trois premiers trimestres de 1988, les particuliers comptent pour 26 % dans le volume total des transactions effectuées à la Bourse de Tokyo, les firmes membres pour 25 %, les institutions financières pour 19 %, les sociétés pour 12 %, les investisseurs étrangers pour 8 % et enfin les sociétés de placement pour 7 %.

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

Toutefois, il est à noter que la part représentée par les particuliers est en régression depuis quelques décennies, ce qui rend bien compte de la montée rapide de la part occupée par les investisseurs institutionnels. En 1977, par exemple, les particuliers comptaient encore pour 50 % dans le volume total des transactions. On observe la même tendance en ce qui concerne le nombre d'actions détenues. En effet, la part des actions en circulation détenues par les particuliers n'a cessé de décroître, ou presque, depuis 1976, époque à laquelle elle se situait légèrement au-dessus de 34 %.

### **LA SÉPARATION DES ACTIVITÉS BANCAIRES ET DU COMMERCE DES VALEURS MOBILIÈRES**

L'une des caractéristiques du marché financier japonais est la séparation qui existe entre les activités bancaires et le commerce des valeurs mobilières. Au Japon, contrairement à la situation qui prévaut dans la plupart des pays européens, la loi sur les valeurs mobilières stipule que les banques n'ont pas le droit de faire le commerce des valeurs mobilières. Les deux activités sont ainsi clairement séparées.

Cet aspect fondamental du marché financier japonais semble avoir contribué à l'expansion rapide du marché des capitaux, comme nous l'avons décrit plus haut, en favorisant une concurrence efficace entre deux intermédiaires financiers de type différent : le secteur bancaire et celui des valeurs mobilières. Néanmoins, dans un contexte économique en rapide mutation, la déréglementation du cloisonnement qui existe entre ces deux secteurs d'activité est devenue aujourd'hui un sujet très controversé au Japon, tout comme ce fut le cas aux États-Unis.

Le débat sur la déréglementation du commerce des valeurs mobilières porte sur les quatre grands thèmes suivants :

- 1) concurrence et concentration ;
- 2) économies d'échelle et étendue des services ;
- 3) risque pour la stabilité financière des banques ;
- 4) conflits d'intérêts.

Exposons brièvement les arguments des deux camps.

- En premier lieu, les partisans de la déréglementation soutiennent que l'entrée des banques dans le commerce des valeurs mobilières viendrait renforcer la concurrence, ce qui conduirait à une amélioration de la qualité des services. À l'opposé, les adversaires de la déréglementation estiment que cela viendrait réduire, à long terme, la concurrence pour mener éventuellement à l'instauration d'un « monopole naturel » dans le secteur financier. En effet, selon eux, les banques disposent d'avantages inhérents à leur activité puisqu'elles entretiennent des liens privilégiés avec leurs clients, en particulier les sociétés ainsi qu'avec la Banque centrale.
- En second lieu, les défenseurs de la déréglementation affirment que, dans la mesure où il s'agit de domaines connexes, la création de nouveaux services se traduirait par un abaissement des coûts pour les consommateurs grâce aux économies d'échelle ainsi réalisées. Les détracteurs du projet ripostent en soutenant qu'il sera difficile aux banques de transférer du personnel à des services tels que l'analyse de titres ou la prise ferme d'émissions d'actions sans le former longuement au préalable. Par conséquent, selon eux, il ne faut s'attendre à aucune économie de coûts significative sur le plan global.
- En troisième lieu, les adversaires de la déréglementation font remarquer que l'entrée des banques dans le secteur des valeurs mobilières fragiliserait le marché financier en augmentant le risque de faillites bancaires et en affaiblissant la confiance des déposants. En particulier en période de crise boursière comme celle d'octobre 1987, selon eux cela ne ferait qu'ajouter au mouvement de panique en amplifiant

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

les problèmes financiers. De leur côté, les partisans du projet estiment que les banques d'affaires sont bien armées pour s'occuper de produits financiers comportant un risque comme les devises étrangères. La diversification, ajoutent-ils, permet de stabiliser le bénéfice des banques d'affaires et de réduire les risques car les profits provenant des deux secteurs d'activité peuvent éventuellement se compenser.

- En dernier lieu, mais non par ordre d'importance, les adversaires de la déréglementation s'interrogent sur les conflits d'intérêts possibles. Pour citer un exemple, une banque pourrait utiliser la prise ferme d'une émission d'actions pour recouvrer une mauvaise créance, ce qui aurait pour effet de protéger les déposants et de porter, en revanche, préjudice aux investisseurs. De surcroît, selon eux, l'entrée des banques dans le commerce des valeurs mobilières ne ferait qu'amplifier le problème lié aux opérations d'initiés puisque les banques sont particulièrement bien placées pour recueillir des informations sur les perspectives financières qui s'offrent à leurs clients. Les partisans de la déréglementation, quant à eux, soutiennent qu'on peut éviter ces conflits d'intérêts en appliquant des règlements gouvernementaux et internes plus sévères.

Pour le moment, aucune conclusion n'a été tirée et le débat reste ouvert. Quoiqu'il en soit, il est clair qu'il faut examiner ce sujet dans le contexte de l'économie nationale, ou encore du point de vue de l'intérêt des consommateurs et non de celui des intermédiaires financiers. Il semble également que les questions se rapportant à l'efficacité de la concurrence et à la stabilité financière méritent qu'on s'y attarde plus.

---

### **ÉVOLUTION RÉCENTE DE LA BOURSE DE TOKYO**

---

La croissance exceptionnelle qu'a récemment connue la Bourse de Tokyo a bénéficié d'un contexte macro-économique favorable. Toutefois, ceci ne doit pas faire oublier les efforts déployés par la Bourse pour atteindre ce résultat.

Ces efforts ont particulièrement porté sur l'internationalisation, la diversification et la consolidation du marché. La Bourse s'est donc employée à inciter les sociétés étrangères à s'inscrire en bourse, ouvrir ses portes à de nouveaux membres, introduire de nouveaux produits et informatiser ses opérations.

#### **UN ACCROISSEMENT DU NOMBRE DE SOCIÉTÉS ÉTRANGÈRES**

Comme nous l'avons déjà mentionné, les opérations sur valeurs étrangères ont débuté à la Bourse fin 1973 ; 6 sociétés étrangères y étaient alors cotées. Ce chiffre est passé à 17 en 1976 pour retomber à 11 en 1984. Ceci s'explique par le fait que les obligations d'information étaient trop contraignantes et les droits d'admission à la cote trop élevés pour susciter l'intérêt des sociétés étrangères.

Cependant, depuis 1985, le nombre d'inscriptions de titres étrangers a augmenté de façon spectaculaire. Rien qu'en 1985 et 1986, le nombre de nouvelles sociétés étrangères cotées s'élevait respectivement à 10 et 31. En 1987, c'est un chiffre record de 36 sociétés étrangères qui ont rejoint la liste des sociétés inscrites en bourse, pour former un total de 88 sociétés étrangères à la fin de l'année. Cet intérêt des sociétés étrangères pour la Bourse n'a pas faibli l'année suivante. En effet, au cours des 11 premiers mois de 1988, près de 20 titres étrangers ont fait leur apparition, pour donner un total de 107 valeurs étrangères à la fin du mois de novembre.

Ce succès provient, au moins partiellement, des efforts déployés pour attirer les sociétés étrangères : simplification des obligations d'information, assouplissement

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

de l'application des conditions d'introduction en bourse et abaissement des droits d'admission à la cote. Par ailleurs, l'émergence du Japon en tant que plus grand pays créancier du monde a également contribué à cet essor, puisqu'à ce titre il offre de vastes possibilités de mobilisation de fonds.

En raison du nombre grandissant des sociétés étrangères inscrites en Bourse, il est devenu indispensable de relier le système de compensation national à celui des pays étrangers. Afin de faciliter la compensation et la liquidation des opérations sur valeurs étrangères à Tokyo et sur valeurs japonaises à l'étranger, la Bourse de Tokyo et sa filiale en propriété exclusive, la *Japan Securities Clearing Corporation*, ont conclu des accords avec un certain nombre d'organismes de compensation étrangers, dont la SICOVAM en France, AKV en Allemagne, CDS au Canada, la Bourse d'Amsterdam, la Bourse de Londres, la Bourse de Madrid et la *National Securities Clearing Corporation* aux États-Unis.

L'ensemble de ces mesures qui touchent à la fois l'inscription en Bourse ainsi que la compensation et la liquidation des opérations à l'étranger constitue une base solide pour ce que l'on appelle un « commerce global » dans le cadre de Bourses organisées.

### **L'ADMISSION DE NOUVEAUX MEMBRES ET DE NOUVEAUX PRODUITS**

Avec l'essor rapide de la Bourse de Tokyo, un certain nombre de maisons de courtage étrangères désiraient en devenir membre. Pour répondre à cette aspiration, la Bourse de Tokyo modifia sa constitution interne de façon à admettre, fait sans précédent depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, dix nouveaux membres en 1985 ce qui porta leur nombre total à 93 ; dix autres maisons de courtage furent admises à la Bourse l'année suivante, dont quatre japonaises, quatre américaines et deux britanniques. La demande s'intensifia par la suite, si bien que la Bourse accorda 22 nouveaux sièges (dont l'un pour combler un siège vacant) en 1987 parmi lesquels 6 allèrent à des maisons japonaises et 16 à des étrangères dont 6 américaines, 4 britanniques, 2 françaises, 2 allemandes et 2 suisses. Le nombre total de membres s'élève donc aujourd'hui à 114, dont 22 étrangers, ce qui représente un pourcentage record d'environ 20 %.

19

Bien qu'il ne soit pas obligatoire de détenir un siège pour effectuer des opérations à la Bourse de Tokyo, cela permet d'établir un contact plus étroit entre ce marché et ceux où sont installées les maisons de courtage étrangères. Nous pouvons ainsi mieux servir les intérêts des investisseurs du monde entier.

La Bourse de Tokyo a, par ailleurs, déployé des efforts pour accroître la diversification des produits. C'est ainsi qu'elle a introduit les contrats à terme sur les obligations d'État et sur l'indice boursier (le TOPIX) afin d'offrir de nouvelles possibilités aux investisseurs et de compléter le marché au comptant.

Les opérations à terme sur obligation d'État ont débuté en octobre 1985. Le contrat d'origine portait sur une obligation d'État uniforme à 6 % sur 10 ans. Un nouveau contrat à terme portant sur une obligation d'État sur 20 ans fut introduit en bourse en juillet 1988. Depuis son ouverture, le marché à terme a connu un essor rapide, suivant en cela un marché au comptant animé et ce, dans une situation monétaire favorable. Le volume moyen des opérations quotidiennes a plus que quadruplé en 1986 pour atteindre 34 000 contrats (un contrat = 100 millions de yens), puis a encore doublé en 1987 pour s'établir à 67 000 contrats. En 1988, le mouvement s'est poursuivi avec 69 000 contrats quotidiens, un volume nettement supérieur à celui portant sur les bons du Trésor américains échangés sur le marché de Chicago.

Par ailleurs, les opérations à terme sur le TOPIX ont débuté en septem-

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

bre 1988, après que les dispositions juridiques nécessaires eurent été prises. Ces contrats ont fait l'objet d'une activité intense depuis lors et le volume moyen des transactions quotidiennes s'est établi, pour le premier trimestre de 1988, à 20 000 contrats (un contrat = environ 20 millions de yens). Ceci signifie que ce marché représente aujourd'hui en volume plus du tiers du marché au comptant. On s'attend à ce que le marché à terme progresse encore, tout en s'appuyant sur un marché au comptant ferme.

Ainsi, au Japon, les marchés au comptant et à terme sont regroupés dans un seul et même système. En d'autres termes, un seul organisme abrite et chapeaute ces deux marchés, ce qui facilite leur coordination. À l'opposé, aux États-Unis et dans un certain nombre d'autres pays, il existe une séparation entre les deux marchés tant du point de vue des opérations que de celui de la réglementation. La Bourse de Tokyo, dans un effort constant de diversification, projette d'introduire, dans les années qui viennent, des options sur le TOPIX, des options sur des contrats à terme portant sur des obligations d'État ainsi que des contrats à terme sur les bons du Trésor américains ; tout ceci devrait contribuer à faire de Tokyo un centre financier mondial.

### **L'INFORMATISATION DES OPÉRATIONS**

À la recherche d'une plus grande efficacité, la Bourse s'est attachée, conjointement aux efforts portant sur l'internationalisation et la diversification de ses activités, à être à la fine pointe de la technologie en matière de communication et d'informatique.

En 1982, la Bourse a mis sur pied le « système d'exécution et d'acheminement informatisés des ordres » dont l'acronyme est « CORES ». À l'origine, ce système fut mis en service pour traiter 440 titres peu actifs. Le « CORES » a été conçu afin de remplacer les tâches manuelles que l'on retrouve dans le face à face de la négociation traditionnelle par des opérations sur ordinateurs. Grâce à ce système informatisé, qui ressemble d'une certaine manière au « CATS » canadien, les ordres sont acheminés, exécutés et affichés électroniquement sans que cela altère les règles du jeu des enchères ou les opérations effectuées par les membres de la bourse.

La capacité du système a été augmentée à plusieurs reprises, si bien qu'aujourd'hui le « CORES » permet de traiter 1 400 des 1 560 titres japonais inscrits en bourse et la totalité des titres étrangers cotés. La technique manuelle traditionnellement utilisée sur le parquet de la Bourse est donc réservée aux 150 valeurs japonaises les plus actives. Il y a coexistence des deux systèmes car il faut tenir compte du coût que représente l'intégration de l'ensemble des titres dans le « CORES » et, par ailleurs, de leurs avantages respectifs : rapidité et précision de la technique informatisée appliquée aux titres peu actifs, et rôle de la communication humaine pour les titres plus actifs échangés sur le parquet. La Bourse de Tokyo déploie donc actuellement des efforts afin d'informatiser les titres actifs, tout en préservant les avantages que présente la négociation sur le parquet.

En outre, la Bourse a récemment mis sur pied un système informatisé, similaire au « CORES », pour les contrats à terme. Ce système porte le nom de « CORES-F » et permet de traiter tous les produits qui concernent le marché à terme.

### **UN RENFORCEMENT DU CONTRÔLE PORTANT SUR LES OPÉRATIONS D'INITIÉS**

En dernier lieu, il est indispensable de veiller à la « moralisation » du marché en resserrant, plus particulièrement, le contrôle sur les opérations d'initiés.

Le Parlement japonais, conscient de l'importance de la fiabilité du marché, a modifié la loi sur les valeurs mobilières afin de renforcer le contrôle sur les opérations d'initiés : pour ce faire il a, entre autres, clairement défini les notions d'initié et

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

d'information privilégiée. De plus, le ministère des Finances dispose maintenant de pouvoirs élargis pour enquêter sur les sociétés émettrices et les institutions financières. Ces modifications juridiques entrées en vigueur en avril 1989, serviront à empêcher ces malversations.

Parallèlement à cela, les sociétés émettrices, les institutions financières et les organismes d'autoréglementation ont pris encore plus conscience de l'importance de cette lutte contre les opérations d'initiés. Ainsi, de leur côté, les sociétés émettrices et les institutions financières ont adopté des règlements plus sévères en ce qui concerne l'utilisation ou la transmission illicite de renseignements confidentiels. Dans le même esprit, la Bourse de Tokyo a redoublé d'efforts pour inciter les sociétés inscrites en bourse à fournir tous les renseignements qui présentent de l'intérêt de façon appropriée et en temps voulu.

---

### **LE KRACH D'OCTOBRE ET LA BOURSE DE TOKYO**

---

Il paraît difficile d'aborder l'évolution récente du marché des valeurs mobilières sans citer un événement aussi crucial que le krach d'octobre 1987. Cela est particulièrement vrai pour le marché de Tokyo qui, depuis lors, a attiré l'attention mondiale par son exceptionnelle fermeté. Certains observateurs étrangers trouvent même que cela relève du « mystère ». Aussi, nous paraît-il important d'apporter certains éléments d'explication.

#### **DES LEÇONS À MÉDITER**

Quelles sont les causes et les leçons à tirer du krach d'octobre 1987 en se plaçant du point de vue du Japon ? Il n'est pas question ici de décrire de façon exhaustive les causes et les répercussions de ce krach, aussi le définirons-nous essentiellement de la façon suivante :

- Cet événement a eu lieu dans le contexte d'une surévaluation générale des cours boursiers à l'échelle mondiale, et de déséquilibres économiques graves entre de grandes puissances économiques avec les États-Unis d'un côté, et le Japon et l'Allemagne de l'autre.
- Il a été amplifié aux États-Unis du fait de l'inadaptation des structures au développement des marchés à terme et aux nouvelles stratégies utilisées dans les transactions.
- Il s'est propagé rapidement à travers le monde en raison de l'interdépendance croissante des économies nationales et de la sophistication des moyens de communication.

Nous devons tirer toute la leçon de cette triste expérience si nous voulons éviter qu'elle se reproduise.

Le premier enseignement à tirer est que, dans un monde où l'interdépendance économique est plus forte que jamais, une croissance économique mondiale bien équilibrée est une condition essentielle à la stabilité des marchés financiers. En particulier, la faiblesse de monnaies de référence peut provoquer de graves désordres sur les marchés financiers. Il est crucial que les principaux pays industrialisés prennent des mesures conjointes pour assurer la stabilité des marchés financiers à l'échelle mondiale.

La deuxième leçon à tirer est que, devant l'importance croissante du marché à terme et de celui des options, nous devons coordonner le fonctionnement de l'ensemble des marchés des valeurs mobilières qui s'y rattachent de façon à éviter qu'un déséquilibre ou une rupture intervienne entre les marchés, ce qui ne ferait

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

qu'empirer la situation. En dernier recours, on pourrait songer à coordonner l'installation de « disjoncteurs » sur les différents marchés, quitte à entraver la liberté des échanges.

En dernier, mais non par ordre d'importance, il faut bien garder à l'esprit que nous sommes tous dans la même « galère ». En effet, un événement qui se produit dans un pays se propage rapidement ailleurs. Par conséquent, les grands marchés financiers doivent resserrer leurs liens au lieu d'agir en ordre dispersé ou de façon inconséquente, ce qui fait empirer la situation. Il est extrêmement utile à un moment critique de savoir à qui s'adresser et ce qu'on peut raisonnablement attendre de cette personne.

Il est notoire que parmi toutes les Bourses, c'est celle de Tokyo qui a enregistré la plus faible chute le premier jour du krach, et le plus fort redressement par la suite. Pourquoi cela ?

À notre avis, plusieurs facteurs expliquent ce phénomène. D'abord, et c'est peut-être le point le plus important, il ne s'agissait pas d'un krach « made in Japan », mais d'un krach « importé ». En d'autres termes, à l'époque, rien dans notre économie ne pouvait être à l'origine du déclenchement d'un effondrement des cours. En second lieu, le secteur réel de l'économie japonaise connaissait depuis quelque temps déjà un solide redressement sainement basé sur la demande intérieure, donc sans menace d'inflation ou de hausse des taux d'intérêt. Par conséquent, un bon nombre d'investisseurs étaient optimistes quant à l'évolution du marché boursier. En troisième lieu, nous avons assisté, ces dernières années, à une croissance de la participation des particuliers et leur actif financier s'est accumulé au cours d'une période où la bourse a connu une forte hausse. De fait, ces particuliers ont constitué les principaux acheteurs face aux investisseurs étrangers qui vendaient massivement au cours du mois d'octobre. En quatrième lieu, et il s'agit là d'un point plus technique, nous disposons d'un éventail de méthodes de régulation plus large que les autres grands centres financiers, ce qui nous permet de mieux faire face aux fluctuations du marché. Parmi ces méthodes, la fixation d'un cours limite quotidien et la suspension des opérations ont fonctionné de manière particulièrement efficace le 20 octobre et ont contribué à rétablir le calme en empêchant les cours de chuter plus avant.

### **LE MARCHÉ JAPONAIS SORT-IL VRAIMENT DE L'ORDINAIRE ?**

Bien que tout ce qui précède explique logiquement, à notre avis, la relative fermeté dont la Bourse de Tokyo fit preuve à l'époque, certains observateurs étrangers pensent que la seule explication valable réside dans la singularité ou la « bizarrerie » du marché de Tokyo. Ils partent de la constatation que les ratios cours-bénéfice sont anormalement élevés à la Bourse de Tokyo pour soutenir que celle-ci « défie la loi de la gravité ». Ceci nous amène à nous poser une question plus fondamentale : celle de la validité d'une comparaison internationale des ratios cours-bénéfice.

Il est indéniable que nos ratios cours-bénéfice sont plus élevés que ceux des bourses étrangères. Ce ratio s'établit actuellement en moyenne à 57 au Japon, 12 aux États-Unis et en France, 11 au Royaume-Uni et 15 en Allemagne de l'Ouest. Toutefois, la véritable question qu'il convient de se poser est de savoir si l'on peut établir directement une comparaison internationale des ratios cours-bénéfice pour conclure qu'un marché est surévalué (ou sous-évalué) par rapport à un autre. Nous en doutons fort, et ce pour deux raisons : l'une d'ordre technique et l'autre d'ordre théorique.

Du point de vue technique, pour que la comparaison directe des ratios ait un sens, il faut que les principes comptables soient les mêmes dans les pays concernés

## MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

puisque la grandeur qu'il importe de mesurer est le bénéfice net par action. Or, ces principes diffèrent d'un pays à l'autre malgré les tentatives de normalisation internationale. De fait, les principes comptables appliqués au Japon sont plus conservateurs que ceux appliqués, par exemple, aux États-Unis, en particulier pour ce qui est de l'amortissement; les bénéfices des sociétés japonaises sont donc systématiquement inférieurs à ce qu'ils seraient s'ils étaient calculés selon les principes comptables américains. Selon les estimations, près de la moitié de l'écart qui existe entre les ratios japonais et américains est imputable aux principes comptables utilisés.

Du point de vue théorique, et c'est sans doute le plus important, le cours des actions peut être défini comme la valeur actualisée des bénéfices futurs d'une société; aussi, celui-ci est une fonction positive des bénéfices et de leur taux de croissance et une fonction négative du taux d'intérêt. En d'autres termes, le ratio cours-bénéfice augmente proportionnellement au taux de croissance et inversement proportionnellement au taux d'intérêt, et vice-versa. Par conséquent, on ne peut établir une comparaison directe valide entre ces ratios que lorsque les pays ont un taux de croissance et un taux d'intérêt identique ou très proches. Bien évidemment, ceci est rarement le cas et ces taux diffèrent de façon notable d'un pays à l'autre. Bien qu'il soit difficile de quantifier avec précision ces paramètres pour chaque pays, puisqu'il s'agit de valeurs anticipées et non de valeurs observées dans le passé, on peut dire que le taux de croissance anticipé du Japon est supérieur à celui des autres grands pays industrialisés, et son taux d'intérêt inférieur.

Il ressort de tout ceci qu'il est erroné de prétendre que le marché des valeurs mobilières japonais est surévalué; en tout état de cause, il le serait moins que la comparaison directe des ratios cours-bénéfice le laisse supposer. Si l'on tient compte, de surcroît, de la très grande liquidité du marché, on comprend aisément pourquoi la Bourse de Tokyo semble présenter un ratio cours-bénéfice élevé.

23

En guise de conclusion, il pourrait être utile de faire quelques commentaires sur les perspectives d'avenir. Selon toute vraisemblance, le marché financier japonais devrait continuer à montrer de la fermeté dans un futur rapproché. Le secteur réel de l'économie japonaise connaît une croissance soutenue et, malgré cela, aucun signe ne laisse présager, pour l'instant, une hausse de l'inflation ou des taux d'intérêt. En excluant la possibilité que des désordres économiques internationaux viennent à nouveau ébranler les marchés financiers, la Bourse de Tokyo devrait continuer à montrer des signes de fermeté dans les temps qui viennent.

Le mouvement d'internationalisation de la Bourse devrait se poursuivre, accompagné d'une croissance de la participation étrangère et de l'harmonisation avec l'étranger. Toutefois, il faudra aborder la question de la déréglementation du marché financier avec beaucoup de circonspection et de réalisme; c'est-à-dire qu'il faudra bien mesurer les avantages et les inconvénients de cette déréglementation du double point de vue de l'efficacité et de la stabilité du marché financier. Ainsi, il paraît peu probable que la Bourse de Tokyo connaisse un « Big Bang » dans un avenir rapproché.

Enfin, la Bourse de Tokyo redoublera d'efforts pour être compétitive dans un contexte mondial en perpétuelle évolution. Il s'agira de renforcer l'efficacité, la liquidité et la stabilité du marché et de veiller à sa « moralisation ». L'informatisation, la diversification et le développement des facultés d'adaptation au contexte international constituent de précieux instruments pour atteindre ces objectifs. □

# MARCHÉ FINANCIER JAPONAIS

## Annexe

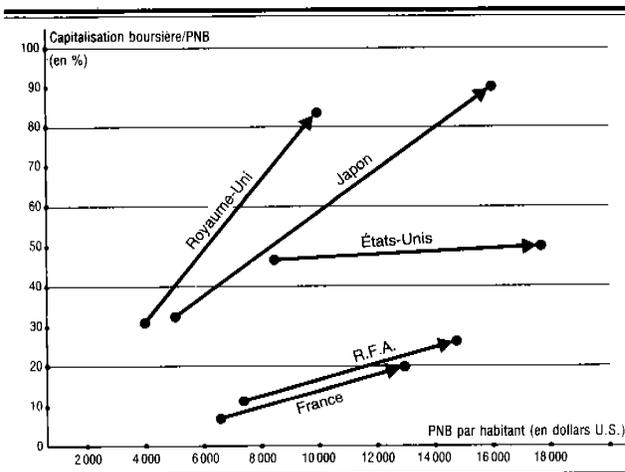
### DONNÉES FINANCIÈRES SOMMAIRES SUR LA BOURSE DE TOKYO Au 30 novembre 1988, ou entre janvier et novembre 1988

ACTIONS			
	Nombre de sociétés inscrites en bourse	Capitalisation du marché (en milliards de dollars)	Volume moyen des transactions quotidiennes (en millions de dollars)
JAPONAISES	1 563	3 789	8 525
ÉTRANGÈRES	107	non disponible	24
OBLIGATIONS			
	Nombre d'émissions cotées	Capitalisation du marché (en milliards de dollars)	Volume moyen des transactions quotidiennes (en millions de dollars)
JAPONAISES	1 170	1 138	2 709
ÉTRANGÈRES	174	35	
CONTRATS À TERME			
		Nombre moyen de contrats échangés quotidiennement	Intérêts ouverts
TOPIX		19 437*	16 449
Obligations d'État sur 10 ans		68 869	162 649
Obligations d'État sur 20 ans		330**	1 247

\* Entre septembre et novembre 1988  
\*\* Entre juillet et novembre 1988

24

### Rapport capitalisation boursière sur PNB et PNB par habitant dans les principaux pays industrialisés



# Commentaire

Jean-Claude DELESPAUL

Conseiller financier pour l'Asie, Tokyo

**L'**étonnante bonne santé de la Bourse de Tokyo — on serait presque tenté d'écrire : l'insolente envolée des marchés financiers japonais — suscite partout des questions. Quelle qu'en soit la formulation, les interrogations sont presque toujours d'une double nature : premièrement et concernant le passé, pourquoi comment et par quels mécanismes plus ou moins secrets la Bourse de Tokyo a-t-elle pu se développer au point de dépasser New York en termes de capitalisation boursière et surtout conserver un profil presque régulièrement ascendant au travers de la crise qui a frappé les marchés à l'automne 1987 ? Une deuxième question relative à l'avenir vient très vite ensuite : jusqu'où et pendant combien de temps encore verra-t-on se développer cette formidable puissance des marchés financiers japonais ?

L'excellent article de M. Sato, un expert en la matière qui seconde depuis plus de quatre ans le Président du Tokyo Stock Exchange, éclaire utilement l'évolution passée et les mécanismes actuels. Il souligne à juste titre les changements de comportement qui ont marqué, depuis la seconde moitié des années 1970, les modes de financement de l'économie japonaise. Ils sont à l'origine d'un essor régulier des émissions d'actions et du nombre et de la valeur des transactions. Cette croissance, assez régulière jusqu'en 1984, s'est accélérée comme on le sait depuis quatre ans. On observera d'ailleurs aussi à partir de 1975 une semblable envolée des marchés obligataires primaire et secondaire, comme conséquence directe de

l'accroissement du déficit budgétaire du Japon pendant toute la période qui a suivi le premier choc pétrolier.

L'article décrit bien également quelques-unes des particularités de ce marché, qu'il s'agisse de la nature des sociétés qui en sont membres ou des règles qui y régissent les transactions. La crise d'octobre 1987 a montré, à cet égard, l'utilité des limites de variation quotidienne des cours, l'une des raisons pour lesquelles la Bourse de Tokyo ne s'est pas plus fortement effondrée dans le sillage de New York et des autres grandes places mondiales.

Les lecteurs des pages qui suivent trouveront donc une présentation complète, exacte et parfaitement documentée de ce qu'est aujourd'hui la Bourse de Tokyo et des axes qui sont tracés pour son développement : extension des opérations sur produits de « futures » (avec l'introduction très prochaine de contrats à terme sur taux d'intérêt et sur parités de change), introduction de marchés d'options, élargissement du marché obligataire, le tout comportant vraisemblablement une concurrence accrue entre toutes les natures d'institutions financières pour exercer les métiers requis par la titrisation croissante de l'économie japonaise et de l'économie mondiale.

Si certains restent en partie sur leur soif de comprendre, il me semble qu'il leur faudra regarder hors sujet et au-delà du thème fort bien traité par M. Sato. En effet, la particularité première du Kabutocho est certainement d'être un monde japo-