

# L'ÉVOLUTION MAÎTRISÉE DU GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE AU JAPON FACE À LA DÉRÉGLEMENTATION FINANCIÈRE ET AUX INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

LAURENCE LOULMET\*

La singularité du schéma de *corporate governance* japonais est fondée sur le modèle des *keiretsu*, ces dispositifs d'entreprises affiliés autour de blocs de participations croisées. Les plus grandes institutions financières japonaises (banques, compagnies d'assurances, maisons de commerce, *trust banks*) occupent les positions d'acteurs clés de ces blocs stables d'interrelations.

Si l'on considère l'ensemble des ramifications inter-firmes à l'intérieur des *keiretsu* mais aussi au-delà de leur étendard, l'existence de ces dispositifs établit un rapport fondamental avec la nature du capitalisme japonais et plus particulièrement avec l'ensemble du système financier.

173

A cet égard, le changement actuel que doit affronter le modèle japonais, est contenu dans le processus de déréglementation financière initié depuis le début des années quatre-vingt. L'enjeu pour l'économie japonaise consiste à traverser les dernières transformations portant sur les modalités de fonctionnement de la sphère financière.

Ces transformations réglementaires conditionnent l'ouverture de l'économie japonaise qui ne semble pas encore suffisante. Pour les économistes qui s'inspirent du droit antitrust américain, la déréglementation devrait orienter l'économie nipponne vers une mutation importante, dans le sens d'une plus grande transparence.

L'intérêt d'observer les transformations de l'économie japonaise vient de ce que cette logique d'évolution d'essence libérale et inspirée de principes anglo-saxons, paraît incompatible avec le modèle du capitalisme japonais. Dans cet esprit la forme d'organisation du modèle de gouvernement d'entreprise au Japon ne serait plus adaptée pour faire

---

\* Docteur en Sciences Economiques, Université de Toulouse I, LEREP.

face aux nouveaux défis [M. Aglietta, (1994)]. Les facteurs déstabilisateurs de l'économie nipponne manifestes dans la crise financière de la fin des années quatre-vingt prouvent cette incompatibilité.

En effet, les succès du système japonais dus à une finance fortement intermédiée et un Etat qui donne toute son attention au financement d'une industrie performante, peuvent-ils correspondre encore longtemps aux leviers de régulation d'une économie libéralisée ? La question se pose avec encore plus d'acuité si l'on considère les dérapages intervenus lors du retournement des marchés boursiers et immobilier et du phénomène de bulle spéculative.

Au regard de l'enjeu que suppose l'introduction de règles de plus en plus concurrentielles au Japon, les estimations concernant l'évolution du modèle sont contradictoires. Ainsi, certains s'attachent à montrer que le système va rebondir et conserver ses traits majeurs, d'autres entrevoient le scénario d'une mutation inéluctable vers une économie beaucoup plus concurrentielle de type anglo-saxon.

Cette contribution s'attache à montrer que des résistances au changement existent pour des raisons liées à la configuration structurelle des *keiretsu*. Cela n'exclut pas des adaptations à la nouvelle donne plus concurrentielle des comportements financiers. La résistance à la libéralisation des marchés est notamment illustrée sur deux plans :

- l'impact de la concurrence bancaire au Japon sur le principe de la banque principale (*main bank*), trait caractéristique du gouvernement d'entreprise japonais ;

- les conséquences envisageables de la pression que peuvent exercer les fonds de pension anglo-saxons sur les sociétés japonaises et l'exigence portée en termes de rentabilité économique et financière.

A n'en pas douter, l'adaptation graduelle opérée par des acteurs économiques japonais peut intéresser d'autres modèles de capitalisme.

#### *LE GOUVERNEMENT D'ENTREPRISE JAPONAIS CENTRÉ SUR LE MODÈLE DES KEIRETSU*

Ces dispositifs d'entreprises affiliées appelés plus précisément *keiretsu* financiers correspondent aux Huit Majors : il s'agit de Mitsui, Mitsubishi, Sumitomo, Sanwa, DKB, Fuyo, IBJ et Tokai.

L'infrastructure *keiretsu* résulte d'anciens conglomérats d'avant-guerre, les *zaibatsu*, démantelés par les Américains lors de l'instauration de la loi anti monopole. Celle-ci a supprimé d'une part les *holdings* et empêché d'autre part la possibilité de contrôle d'une société financière vers une société non financière afin d'éviter que ne se reforment les structures conglomérales.

Ce cadre réglementaire extrêmement restrictif n'a pourtant pas empêché la reconstitution de groupements de firmes sous la forme de *keiretsu* qui sont donc devenus aujourd'hui les plus prestigieux fleurons de l'économie japonaise.

Paradoxalement, cet accident de l'histoire a contribué à l'émergence d'une configuration capitaliste propice à des montages financiers extrêmement complexes. Les blocs de participations croisées ont été constitués par les institutions financières japonaises dans le but de pratiquer le contrôle conjoint vers les entreprises cibles et d'affilier par ce biais le plus grand nombre de nouvelles sociétés rattachées à ces blocs.

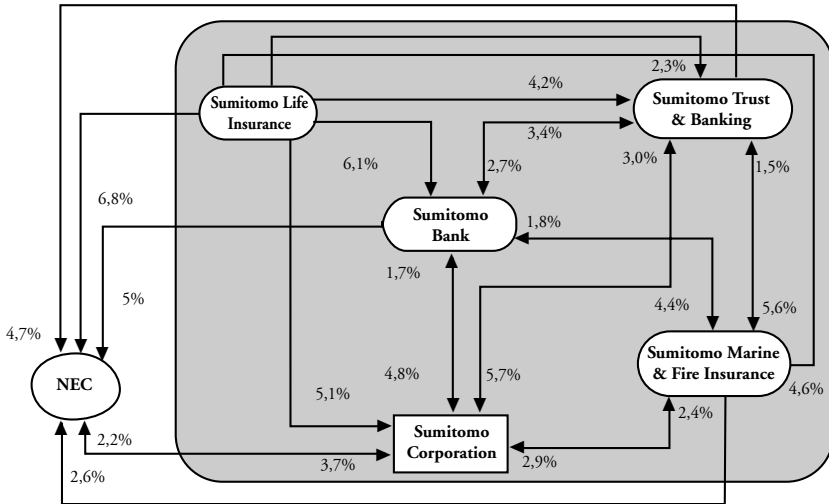
Concrètement, le contrôle conjoint s'exerce comme une voie détournée de filialisation. En effet, la loi antimonopole n'autorise pas le dépassement de 5 % à 10 % de détention en participation. Cette restriction empêche théoriquement le contrôle d'une entreprise par une autre. La seule issue possible pour influencer la direction d'une entreprise au Japon consiste donc à pratiquer conjointement le contrôle à partir de plusieurs sociétés, ce qui autorise un montant significatif de détention. Au Japon, ce seuil démarre à 20 % dans la mesure où la structure de l'actionariat est dispersée.

Bien entendu, encore faut-il que soient réunies les conditions d'exercice de cette pratique concertée. Manifestement, cette situation de coordination existe dans les liens de coalition entre acteurs clés des blocs de participations croisées des *keiretsu* financiers. Au Japon, les institutions financières qui se trouvent dans cette configuration tiennent la place d'actionnaires de référence des sociétés affiliées. Loin d'être de simples participations « de politesse » entre institutions « amies », ces participations croisées font transiter en outre, des apprentissages organisationnels dans les blocs stables d'actionnaires coalisés.

Ces blocs de participations croisées servent en substance de tremplin pour l'organisation du contrôle des sociétés affiliées des *keiretsu*.

Ainsi, par ce mécanisme de contrôle multi-acteurs, le périmètre des *keiretsu* dépasse les seuls blocs de participation croisées, puisque s'ajoutent les sociétés incorporées par affiliation. Le schéma suivant montre l'organisation générale des *keiretsu* financiers à partir de l'exemple de Sumitomo.

Graphique n°1  
La coalition d'acteurs dans les blocs stables de participations croisées :  
le fondement du contrôle conjoint dans les *keiretsu* financiers



Source : L. Loulmet (1998)

176

Cet exemple que l'on peut généraliser aux huit autres *keiretsu* illustre la possibilité pour les cinq organismes financiers du bloc de détention stable de pratiquer un autocontrôle bouclé à partir de participations croisées. NEC, société affiliée à Sumitomo, se trouve hors du bloc stable mais dans le périmètre d'appartenance du *keiretsu*. Les cinq sociétés clés coalisées dans les blocs de participations détiennent un faible montant de capital de la société cible NEC. Dans la mesure où NEC est détenue par un montant significatif (21,3 %), elle finit par être contrôlée minoritairement par le bloc des sociétés clés coalisées. NEC est donc une société affiliée et intégrée en tant que telle au périmètre d'appartenance du *keiretsu* Sumitomo.

Du fait de l'interdiction par la loi anti-monopole du contrôle direct d'une seule société par une autre, le contrôle conjoint a permis aux actionnaires importants de détenir des parts de capital dépassant ainsi le seuil de 10 % imposé par la loi. De proche en proche, chaque société affiliée, une fois intégrée participe à son tour au « contrôle conjoint » permettant au *keiretsu* d'étendre le réseau de ces relations d'intégration. Les *keiretsu* comprennent donc une face immergée composée de centaines d'entreprises affiliées, tous les membres étant actionnaires l'un de l'autre.

Le repérage effectué de ce contrôle capitalistique permet donc d'identifier les entreprises membres du *keiretsu*. Le *keiretsu* comprend les

sociétés clés au coeur des participations croisées (face émergente) mais également deux autres niveaux d'entreprises de taille moyenne satellisées autour des sociétés clés. Cette « face cachée » du *keiretsu* correspond à celle où se produisent les ajustements les plus importants dans les phases de perturbation conjoncturelle.

Cette observation interne du *keiretsu* permet d'appréhender alors différemment les estimations du devenir du capitalisme japonais au travers de l'importance de ces groupes<sup>1</sup>.

Le système de *corporate governance* japonais comporte une caractéristique évidente relativement aux acteurs clés de l'économie que sont les institutions financières japonaises. Si les cinq premiers actionnaires au Japon sont des institutions financières et qu'elles possèdent 45,2 % des actions en 1990, les banques, seules, en détiennent approximativement la moitié. Ces dernières sont souvent des actionnaires de premier rang, position qu'elles partagent parfois avec les maisons de titres et les *sogo shosha* [P. Geoffron, M. Rubinstein, (1994)].

Outre les blocs stables de participations croisées, le système de banque principale constitue le deuxième pilier du schéma de gouvernement d'entreprise japonais.

#### LE DEVENIR DU SYSTÈME FINANCIER JAPONAIS AU TRAVERS DU SYSTÈME DES BANQUES PRINCIPALES AU JAPON

177

Pour les entreprises japonaises, le système de banque principale correspond à leur banque de conseil attitrée, en charge des opérations de surveillance dans le suivi du financement et le sauvetage d'entreprise.

Le rôle de *main bank* de ces organismes financiers est primordial et c'est là une donnée forte de l'économie japonaise. Son action passe par le réseau de participations stables et croisées où sont insérés les actionnaires de référence, lesquels ne jouent pas un simple rôle passif de fournisseurs de capitaux. Les banques du *keiretsu* agissent également en tant qu'actionnaires incontournables dans le gouvernement d'entreprise japonais.

Au Japon, la banque principale n'intervient qu'en cas de difficultés financières pour assurer la garantie des créances et plus généralement la survie de l'organisation. Cependant, ce rôle dominant ne peut être envisagé que si la banque principale, outre son poids déterminant, dispose de relais pour gérer efficacement une situation de crise. Or ces relais dépendent de deux critères :

- d'une part, de la place de la banque dans le bloc des actionnaires coalisés,
- d'autre part, de sa capacité d'influence sur les managers des entreprises.

Ainsi, les banques principales se trouvent au cœur des noyaux d'actionnaires de référence<sup>2</sup>, notamment au sein des *keiretsu* financiers<sup>3</sup>. De fait, parmi les principaux détenteurs du capital de chaque société au Japon, il y a plusieurs banques organisées en réseau, dont une en particulier, dite banque principale. Son rôle prédominant tient à l'étroitesse des liens noués avec les entreprises en matière de trésorerie et de gestion de crédits<sup>4</sup>. Dans ce système mutualisé, les banques sont à la fois actionnaires et bailleurs de fonds. Cette relation d'affaire à double fonctionnalité inclut donc des participations croisées en actions mais également des services bancaires élargis.

Ainsi, dans la situation où l'entreprise est en proie à de graves difficultés dans ses opérations financières, la banque principale assume la responsabilité majeure des opérations de sauvetage. Ces dernières comprennent, « *le rééchelonnement de l'amortissement des emprunts, des prêts d'urgence, des conseils pour la liquidation de certains actifs, l'arrangement d'opportunités commerciales, la mise à disposition de moyens de management et finalement la restructuration, afin de conforter les créances du pool* »<sup>5</sup>.

La banque principale n'exerce pas de contrôle *a priori* sur l'entreprise dans la marche normale des affaires. La direction de l'entreprise dispose de la plus grande indépendance vis-à-vis de l'actionnaire banquier, dans ce cas précis. Cependant, il en va différemment dans le cas où l'entreprise doit sa survie à sa banque principale, auquel cas, le système de *main bank* prévoit l'exercice d'un contrôle explicite sur le choix des dirigeants. De plus, la banque principale peut envoyer du personnel d'encadrement et agir sur la définition de la stratégie ultérieure de l'entreprise<sup>6</sup>.

Le système de banque principale contribue donc pleinement au gouvernement d'entreprise dans la mesure où, en tant qu'actionnaire de référence, la banque principale surveille les dirigeants. Pour n'être que « conditionnel » à la bonne gestion de l'entreprise, le contrôle, tel qu'il est mis en œuvre par le système de la banque principale, n'en est pas moins conséquent et direct.

Ce système de contrôle externe particulier permet le sauvetage immédiat des entreprises, ce qui entraîne un risque moindre de faillites, car mieux maîtrisé. De fait, la faillite d'entreprises ayant pour banque principale un établissement de renom est rare au Japon, car la réputation de la banque est elle-même en jeu<sup>7</sup>. C'est d'ailleurs à ce titre que les banques surveillent les entreprises afin d'assurer la bonne marche des affaires. Ce *monitoring* se double alors d'un remplacement de l'équipe dirigeante afin d'anticiper des difficultés plus dommageables à la survie de l'entreprise.

Aujourd'hui, le recours aux banques principales se justifie de moins en moins, puisque la concurrence s'est accrue dans le secteur bancaire.

Pour de nombreux commentateurs, le système de capitalisme japonais serait condamné à une mutation inéluctable, vers une économie de marché financier. Par déduction, les blocs de participations où interviennent les banques des *keiretsu* ne sauraient se maintenir en l'état.

*La cohérence maintenue du schéma de gouvernement d'entreprise au Japon malgré la dérèglementation financière*

Le premier pilier de l'organisation financière japonaise, celui de la banque principale, semble aujourd'hui partiellement remis en cause. Les banques ont perdu une part de leur pouvoir de contrôle *ex ante* [M. Aoki (1994)]. Cette constatation, à elle seule, mérite sans doute également d'être nuancée en fonction de la différence des statuts des entreprises, surveillées par les banques.

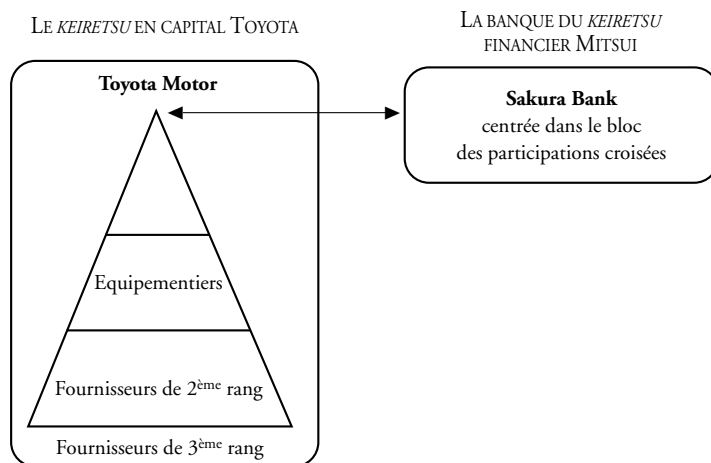
Un seul exemple : Toyota Motor, prestigieuse entreprise industrielle japonaise à la tête du *keiretsu* en capital du même nom, bénéficie d'une surface financière extrêmement importante puisqu'elle s'autofinance depuis longtemps. Pour cette entreprise, recourir à une banque principale paraît par conséquent dépourvu d'une quelconque utilité. Pourtant, Toyota entretient un lien privilégié avec la Sakura Bank, historiquement sa banque principale, institution bancaire clé du *keiretsu* financier Mitsui. Cette situation ne correspond pas à une relation financière de dépendance puisque le montant des emprunts de Toyota auprès de Sakura est quasiment nul. Ainsi, pour de nombreux observateurs, la teneur de ce rattachement informel soulignerait la vacuité manifeste de cette relation. Or cette participation croisée perdure malgré l'absence de financement entre la banque Sakura et Toyota Motor.

En fait, pour expliquer cette stabilité relationnelle, il convient de tenir compte plus précisément des autres sociétés affiliées à Toyota Motor. En effet, comme le montre le schéma suivant, le *keiretsu* en capital Toyota est constitué de l'entreprise principale Toyota Motor d'une part, à laquelle sont affiliés d'autre part, les équipementiers de 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> rang. Ces derniers sont contrôlés par Toyota Motor et conjointement par les sociétés clés du *keiretsu* financier Mitsui, dont la Sakura Bank.

Ainsi, la nature du lien entre une grande institution financière et une entreprise industrielle de premier plan correspond plus fondamentalement à ce que nous proposons d'appeler une relation d'allégeance. Ces relations d'allégeance, à contenu capitalistique, constituent de véritables supports de macro-circuits de financement entre les *keiretsu* en capital et leurs banques principales, acteurs clés des *keiretsu* financiers. Cette relation d'allégeance participe aux caractéristiques du modèle de gouvernement d'entreprise japonais puisqu'elle sert à cristalliser les liens des entreprises au niveau intra et inter *keiretsu*.

## Graphique n° 2

### La relation d'allégeance entre banque principale et *keiretsu* en capital



Ce n'est qu'en prenant en compte la face cachée des *keiretsu* en capital, qu'il est possible de prendre la mesure de l'importance de ces liens, plus complexes et chargés de signification qu'il n'y paraît. Il est évident que la seule prise en compte de la participation réciproque entre la *main bank* Sakura vis-à-vis de Toyota Motor ne reflète pas l'importance qu'elle contient pourtant, auprès des entreprises affiliées à Toyota Motor. Cette relation d'allégeance entre les *keiretsu* prend en revanche tout son sens, lorsqu'on tient compte de la face immergée du *keiretsu* en capital Toyota, composée de l'ensemble des sociétés affiliées, de taille plus modeste (équipementiers, fournisseurs de 2<sup>ème</sup> et 3<sup>ème</sup> rangs).

Ces entreprises sous-traitantes ne sont pas aussi bien dotées en fonds propres que Toyota Motor. Dans le but d'accéder au financement bancaire de la banque principale, les entreprises affiliées au *keiretsu* utilisent la caution crédible de l'entreprise Toyota Motor pour se faire prêter des fonds. Dans ce cas, l'entreprise de tête cautionne ses sociétés affiliées pour faciliter l'accès aux emprunts auprès de la banque principale. C'est tout naturellement que Toyota Motor oriente ses entreprises vers la Sakura Bank conformément à l'usage de l'intermédiation typique de ce que sous-entendent les principes conventionnels de l'allégeance.

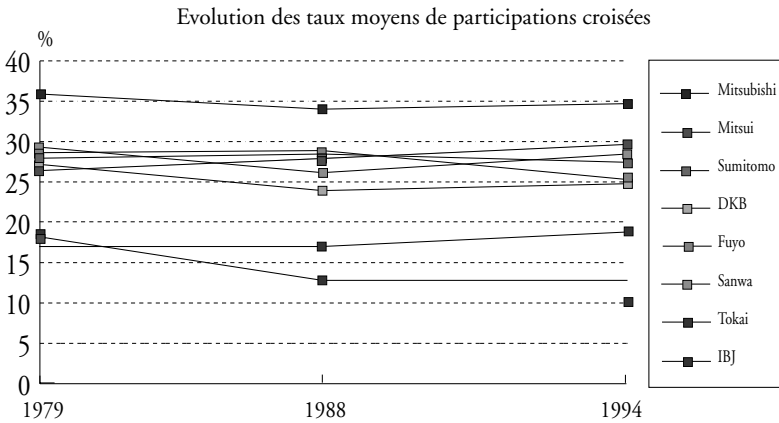
Le rôle de la *main bank* ne se restreint donc pas au seul financement des sociétés avec lesquelles elle détient des participations. Cette relation banque-entreprise sert également de circuit de financement en direction des sociétés affiliées des *keiretsu* en capital, celles qui ne peuvent pas accéder au marché financier ni même s'autofinancer. Malgré l'intensification de la concurrence bancaire au Japon, la fonction d'assurance



s'exerce donc encore par le biais de la banque principale si l'on prend en compte la face immergée des *keiretsu*. Par conséquent, les macro-circuits de financement de la face émergée servent aux petites structures à faible surface financière. Ces stratégies de financement permettent de maintenir les voies du financement intermédié.

Concernant le second pilier du gouvernement japonais de firmes, à savoir le système de participations croisées stables, peu d'indications sont données. Si des auteurs comme Y. Sato<sup>8</sup> (1996) ou P. Geoffron et M. Rubinstein (1996) évoquent une possible remise en cause de ces liens, actuellement, aucune investigation ne confirme la mise en place d'une telle évolution. Paradoxalement, l'étude statistique<sup>9</sup> conduite par nos soins ne révèle même pas l'émergence de cette tendance, bien au contraire.

**Graphique n° 3**  
**La stabilité des blocs de participations croisées**



181

Source : L. Loulmet Thèse de Doctorat (1998) Université de Toulouse I

Ces résultats s'appuient sur un échantillon de 2 000 sociétés cotées, sur une phase d'observation de quinze ans, entre 1979 et 1994, avant la déréglementation financière et après le dégonflement de la bulle spéculative.

Alors que les relations financières entre sociétés membres des *keiretsu* demeurent toujours aussi stables, malgré la crise financière et la concurrence accrue, *des résistances organisationnelles tenant à l'existence même des keiretsu se profilent par ailleurs*. Cette résistance à la libéralisation des marchés s'observe notamment au niveau des investisseurs institutionnels : les entreprises japonaises qui gèrent ou parrainent les fonds de pension font partie intégrante des *keiretsu*. Pour cette raison la

concurrence entre investisseurs institutionnels japonais et étrangers n'est pas directe.

En effet, les stratégies des fonds de pension japonais sont dépendantes de celle des *keiretsu*, et radicalement opposées à celles des investisseurs américains, ces derniers ayant d'ailleurs du mal à s'imposer au Japon à cause justement des *keiretsu*.

### LES FONDS DE PENSION DANS LE CADRE DE L'ÉVOLUTION DU SYSTÈME FINANCIER AU JAPON

Les *keiretsu* semblent pouvoir déjouer les injonctions des fonds de pension américains au Japon qui souhaiteraient leur imposer un moindre recours à des stratégies de « clientélisme » entre entreprises.

Ces investisseurs institutionnels semblent être le vecteur de l'exportation du modèle anglo-saxon libéral à l'étranger à la faveur d'une rentabilité accrue dans le cadre d'une réelle concurrence entre gestionnaires de fonds. Les fonds de pension américains notamment en tant qu'investisseurs institutionnels sont les « porte-parole » des marchés financiers. Certains d'entre-eux ont la possibilité de faire varier les cours de bourse, si bien que la logique d'acteur s'interpénètre avec la logique des marchés.

182

On peut distinguer d'une part, les fonds de pension intégrés, en général les fonds de pension publics à prestations définies, c'est le cas de CalPers, de TIAA-CREF ; d'autre part, les fonds privés dont la gestion est déléguée aux gestionnaires (*money manager*) de type Fidelity, J. P. Morgan, Templeton.

Ces investisseurs institutionnels, dont les premiers sont des fonds de pension et les seconds des fonds mutuels, n'ont pas la même stratégie de placement.

Les premiers adoptent une gestion indicielle. Leurs placements diversifiés sur le marché financier sont tels qu'une désaffection pour un titre risque d'entraîner par contagion des instabilités sur le marché. En conséquence, leur stratégie de placement est orientée à long terme, vers la « bonne santé » des marchés.

Les seconds types d'investisseurs que sont les fonds mutuels privés peuvent constituer une réelle contrainte pour le capital des sociétés japonaises car leur stratégie est plus ciblée vers une forte exigence de transparence. Ces investisseurs polarisent des sociétés de la cote et exercent des pressions pour l'obtention d'une meilleure rentabilité.

La présence des fonds de pension étrangers dans le capital des entreprises japonaises est actuellement faible. Cette situation découle elle-même du taux de pénétration très peu élevé du capital étranger dans les sociétés japonaises. Cet aspect se justifie par le fait qu'il n'existe aucune société étrangère dans les blocs de participations croisées des *keiretsu*.

En outre, l'économie japonaise possède une industrie de 1885 fonds de pension, essentiellement des fonds d'entreprises dont le mode de financement correspond aux régimes à prestations définies. Les actifs ainsi que la gestion de ces fonds sont externalisés auprès de prestataires habilités tels que les *trust banks* et les compagnies d'assurance-vie<sup>10</sup>. Or ces prestataires financiers se situent au coeur des participations croisées en tant qu'institutions financières de premier rang, acteurs clés des blocs de participations croisées. Ces *trust banks* et compagnies d'assurance vie ont de façon prépondérante un rôle d'actionnaire de référence des employeurs *sponsors* qui parrainent les fonds.

La logique du gouvernement d'entreprise anglo-saxon veut que le gestionnaire soit surveillé par le fonds de pension puisque la relation d'agence désigne le gestionnaire comme mandataire.

Dans le cas japonais, les relations entre gestionnaires et employeurs sponsorisant des fonds de placement font état d'une situation inverse. Au Japon, en effet, les prestataires de services contrôlent les employeurs *sponsors*. En outre, ces derniers se voient donc en liaison fatale avec une compagnie d'assurance ou un *trust* bancaire au titre des relations organiques déjà constitutives du coeur des *keiretsu*.

Par exemple, Toyota est proche par allégeance du *keiretsu* Mitsui. En conséquence, les gestionnaires pour tiers des fonds parrainés par Toyota sont les *trusts* bancaires et la compagnie d'assurance-vie de Mitsui. Or ces gestionnaires ne sont autres que les acteurs du bloc de participations croisées de Mitsui, actionnaires de référence des sociétés de Toyota. Ainsi, le prestataire représenté par Mitsui *Trust & Banking* influence l'employeur *sponsor* Toyota par un contrôle que le *trust* bancaire exerce conjointement avec la Sakura Bank et les autres institutions financières insérées dans les blocs stables de participations croisées de Mitsui. La relation entre mandant et mandataire, dans le cas particulier de la gestion des fonds au Japon des grandes entreprises se manifeste donc de manière diamétralement opposée aux principes prescrits par la théorie de l'agence.

Le même schéma s'applique au *keiretsu* financier Matsushita dont les organismes financiers privilégiés sont les acteurs clés du bloc des participations croisées de Sumitomo.

On peut également constater que Honda et Mitsubishi Electric ont les mêmes gestionnaires pour tiers : en l'occurrence Mitsubishi *Trust & Banking* et Mitsubishi *Mutual Life Insurance*.

Ces liens d'allégeance noués avec les entreprises *sponsors* contiennent des enjeux stratégiques d'ordre organisationnel autres que la seule performance financière des placements confiés par les fonds de pension. De façon générale, ces liens de participations croisées dans les *keiretsu* financiers permettent de polariser les *keiretsu* en capital. Il est alors

évident que ces relations d'allégeance engendrent inévitablement un niveau assez faible de la performance fournie par le prestataire actionnaire de référence. Cela explique la faible exigence de performance de la part des employeurs, comme le note J. F. Estienne (1997). En fait, les employeurs *sponsors* sont mal placés pour donner des directives en ce sens, puisqu'ils sont contrôlés par leurs gestionnaires.

L'intérêt d'observer les stratégies des investisseurs institutionnels anglo-saxons et leur difficulté à s'implanter au Japon vient de ce que la logique d'évolution portée par ces investisseurs paraît incompatible avec le modèle japonais. Le choc des deux modèles semble pour le moins frontal puisque qu'au moins au niveau de l'organisation des fonds de pension japonais, les mécanismes d'incitation et d'agence contenus dans les relations inter-acteurs sont antinomiques à la logique concurrentielle.

Les investisseurs institutionnels anglo-saxons les plus activistes en termes de stratégie de placements interviennent sur les « poids lourds » de la cote. Or les *blues chips* au Japon concernent les sociétés de l'indice Nikkei. Mais comme nos travaux l'ont montré, ces sociétés cotées sont reliées aux blocs des participations des *keiretsu* financiers. Par conséquent, détenir des participations dans ces sociétés signifie s'insérer dans les blocs stables des participations croisées des *keiretsu*. Or, ces participations ne se négocient pas sur un marché ouvert, mais de gré à gré, et leur transaction s'appuie sur des relations multilatérales de confiance établies depuis de longues années (P. Sheard, 1994). Le système japonais semble par conséquent verrouillé et imperméable à la concurrence étrangère venant des investisseurs institutionnels les plus actifs, notamment au niveau des grandes sociétés.

Une autre raison au moins aussi importante constitue un frein à la libéralisation de la concurrence au niveau des gestionnaires des fonds de pension, notamment pour une cause structurelle. Dans chaque grande entreprise au Japon, des réserves sont constituées pour le provisionnement des engagements des employeurs vis-à-vis de leurs salariés. Ces réserves comportent un objet stratégique, celui notamment de limiter la mobilité des salariés dans l'entreprise. D'autre part, le schéma de hiérarchie des responsabilités et des relations de dépendance se reproduit en amont au niveau financier, puisque les gestionnaires de ces engagements contrôlent les fonds d'entreprise.

Depuis et avant l'assouplissement de la réglementation, les sociétés de conseil et de gestion, dont les filiales opèrent à l'étranger sous la forme de sociétés de gestion affiliées aux *keiretsu*, ont permis d'améliorer nettement leur croissance malgré une part de marché encore modeste (J. F. Estienne, 1997). Aussi la délégation auprès de gestionnaires de fonds japonais à l'étranger semble-t-elle pouvoir contrebalancer les

résultats décevants au Japon, dans la mesure où la priorité concernerait l'amélioration des performances financières. Cette stratégie est typiquement japonaise, au sens où l'apprentissage des pratiques nouvelles que la déréglementation permet sur le territoire domestique est testé au préalable sur la scène internationale, afin d'en mesurer les éventuelles répercussions.

Le gouvernement d'entreprise japonais évolue donc graduellement pour préserver les fondements sur lesquels le système repose. Le degré d'ouverture du Japon vers les marchés étrangers est important, alors que la réciproque ne semble pas se vérifier. C'est de cette manière que l'évolution du système financier semble devoir être pour l'instant maîtrisée.

Le modèle tel qu'il s'est imprimé au Japon depuis de nombreuses années ne semble pas devoir être influencé par son degré d'ouverture : en dénotent les capacités de résistance qu'offrent les structures organisationnelles complexes et non rigides que sont les *keiretsu*.

Les entreprises japonaises sont par conséquent aptes à participer au jeu ouvert de la libéralisation des marchés mais pour l'instant dans un sens unilatéral.

## BIBLIOGRAPHIE

- AGLIETTA M. (1994), « La finance au Japon, changements de structures et adaptations des comportements », Japon in extenso, *Revue* n°33.
- AOKI M. & P. HUGH (ed.) (1994), *The Japanese Main Bank System. Its relevance for developing and transforming Economies*, Clarendon Press Oxford.
- AOKI M. (1988), *Information, incentives and bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, trad. française *Économie Japonaise : information, motivations et marchandage*, Economica, 1991.
- BAUDRY B. (1995), *L'économie des relations interentreprises*, La Découverte, Coll. Repères, Paris.
- BLAINE M. (1995), « Comparative contractual governance », in Gavin Boyd (ed.), *Competitive and Cooperative Macromanagement. The challenges of structural Interdependence*.
- BLINDER A. (1991), « A Japanese buddy system that could benefit US Business », *Business Week*, 14 oct., p.32.
- BOYER R., ORLEANS A. (1991), « Les transformations des conventions salariales entre théorie et histoire : d'Henry Ford au Fordisme », *Revue Economique*, 42 (2), mars, p. 233-72.
- BROUSSEAU E. (1993), *L'Economie des contrats : technologie de l'information et coordination inter-entreprises*, PUF, Paris.
- CORIAT B. et WEINSTEIN O. (1995), *Les nouvelles théories de l'entreprise*, Coll. « Références ».
- CROZET Y. (1990), « L'économie des conventions : le marché et la rationalité interpellés », *Economie et Humanisme*, vol 311, janvier-février, p 62.
- DOI T. (1988), *Le jeu de l'indulgence*, traduit du Japonais par E. Dale Saunders de l'ouvrage titré *Amae no Kozo*, L'Asiathèque.

- ELG U. & JOHANSSON O. (1993), « The Institutions of Industrial Governance », *International Studies of Management & Organization*, vol. 23, n°1, Spring, p.p. 29-46.
- ESTIENNE J. F. (1997), « Les fonds de pension au Japon », *Revue d'Economie Financière*, n°43, dossier Le système financier japonais, Ed. Montchrétien.
- FAVEREAU O. (1989), « Marchés internes, marchés externes », *Revue Économique*, n°2, mars, pp. 273-328.
- FAVEREAU O. (1989), « Organisation et marché », *Revue Française d'Economie*, vol IV, n°1, Hiver.
- FAVEREAU O. (1992), « Développements récents de la théorie de la firme », INRA, *Économie et sociologie rurales*, Actes et Communications, n°9 : Modèles d'entreprises et dynamique sectorielle», Paris, Septembre.
- FLATH D. (1994), « Keiretsu shareholding ties : antitrust issues », *Contemporary Economic Policy*, vol. 12, n°1, January, pp. 24-26.
- GEOFFRON P. (1992), « Déréglementation et crise de l'industrie bancaire japonaise. Quelques incidences sur l'organisation financière de la firme J », *Revue d'Economie Industrielle*, n° 62.
- GEOFFRON P. RUBINSTEIN M. (1994), « Les mutations du modèle japonais de corporate governance », *Revue d'Economie Financière*, Hiver.
- GERLACH M. L. (1992), *Alliance Capitalism : The Social Organization of Japanese Business*, Berkeley : University of California Press.
- GRANOV M. (1994), « Les institutions économiques comme constructions sociales : un cadre d'analyse », dans Orlean A. (1994), *Analyse Économique des Conventions*, PUF. Paris.
- HAKANSSON, H. & JOHANSON J. (1993), « The Network as a Governance Structure : Interfirm Cooperation Beyond Markets And Hierarchies », in Gernot Grabher (ed.), *The embedded firm : on the socioeconomics of industrial networks*, London : Routledge.
- HOSHI T. (1994), « The economic role of corporate grouping and the main bank system » In Aoki, Dore (ed.), *The Japanese firm*, Clarendon Press, Oxford.
- IMAI K. (1992), « Japan's Corporate Networks », in Shumpei K. and Rosovsky H. (eds), *The political Economy of Japan, vol. 3, Cultural & Social Dynamics*, Stanford : Stanford University Press.
- JOHANSSON J. & MATTSSON L. G. (1987), « Interorganizational relations in industrial systems : a network approach compared with the transaction cost approach », *International Studies of Management & Organizations*, XVII (1), pp. 34-48.
- LOULMET L. (1998), *Le modèle des keiretsu en question : l'invariance des principes de coordination*, Thèse de Doctorat, Université de Toulouse I.
- MACNEIL I. (1978), « Contracts : ajustment of long term economic relations under classical, neoclassical and relational contract law » *Northwestern University Law Review*, 72, pp. 854-906.
- MIYASHITA K., RUSSEL D., (1994), *Keiretsu : inside the Hidden Japanese Conglomerates*, Mac Graw Hill.
- MORIN F. (1996), « Privatisation et dévolution des pouvoirs. Le modèle français du gouvernement d'entreprise », *Revue Économique*, n°6, vol. 47, novembre, pp. 1253-1268.
- MORIN F. (1995), « Le coeur financier français : morphogénèse et mutation », *Marchés et techniques financières*, vol 72, Juillet- Août.
- MORIN F. (1994), « Liaisons financières et coopération des acteurs systèmes » *Revue Économique*, vol 45, n°6, pp. 1459-1469.
- ORLEAN A. (1989), « Pour une approche cognitive des conventions économiques », *Revue économique*, n°2, vol 40, mars, pp. 241-269.
- SAKAKIBARA E. (1993), *Beyond Capitalism : the Japanese model of Market Economics*, University Press of America.
- SHEARD P. (1994), « Interlocking Shareholdings and Corporate Governance », dans Aoki, Dore (ed.), *The Japanese firm*, Clarendon Press, Oxford.
- SUCHERE T. Zeghini S. (1993), « Rationalité économique et comportements collectifs », *Économies et Sociétés*, novembre 1993, pp. 35-54.
- Weinstein D, YAFEH Y. (1994), « Japan's Corporate Groups : collusive or competitive ? An Empirical Investigation of Keiretsu behavior », *Working Paper, Harvard University, Cambridge, July*.
- WILLIAMSON O. E. (1975), *Markets and hierarchies : analysis and anti-trust implications*, Free Press, New York.

## NOTES

1. Ainsi, sans être des structures rigides, les *keiretsu* se présentent comme des systèmes où s'emboîtent différents rangs d'entreprises ordonnées. Ces niveaux se reflètent dans l'implication des membres ainsi que dans leurs compétences.
2. Nous adoptons la définition de F. Morin (1996), qui peut se formuler en ces termes : les actionnaires de référence sont ceux qui sont personnifiables par rapport au rôle de principal qui leur est confié. Par conséquent, l'actionnaire de référence est identifiable en tant que tel au sens juridique du terme. Ces actionnaires-là se distinguent donc des autres, plus anonymes. « C'est soit un actionnaire dominant, soit un actionnaire principal, soit une coalition d'actionnaires. p. 1258. Au Japon, les actionnaires de référence dans les *keiretsu* correspondent à une coalition d'actionnaires.
3. Les banques commerciales en 1984 détenaient plus de 20 % du capital de l'ensemble des sociétés cotées, alors que les compagnies d'assurance possèdent plus de 17 % du total des parts des entreprises japonaises, [S. D. Prowse, (1992)].
4. Aoki M., « The main bank system », Aoki M. & Patrick H. (eds.) (1994), *The Japanese Main bank System. Its relevance for developing and transforming Economies*, Clarendon Press Oxford.
5. Sheard P. (1989), « The Main bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan », *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol. 11, n° 3, May 1989, pp. 399-422.
6. Ce *monitoring* n'est pas uniquement interne, il peut aussi s'exercer à travers le rôle d'intermédiation joué par la banque, cette dernière l'incitant à coopérer avec une autre firme, voire à traiter avec une autre banque.
7. Geoffron P. Rubinstein M. (1994), « Les mutations du modèle japonais de *corporate governance* », *Revue d'Economie Financière*, Hiver.
8. Sato Y. (1996), dans « Rapport moral sur l'argent dans le monde » n° spécial sur le gouvernement d'entreprise de la *Revue d'Economie Financière*, n°37, Été 1996, « Situation présente et perspective de développement au Japon du *corporate governance* ».
9. Cette étude porte sur une période d'observation de quinze années, en deux phases, 1978-1988 et 1988-1994, avant et après la bulle spéculative.
10. J. F. Estienne, (1997), « Les fonds de pension au Japon », *Revue d'Economie Financière*, n°43, dossier « Le système financier japonais », Ed. Montchrétien.