

## Il governo delle banche nel sistema economico giapponese

JURO TERANISHI

L'economia giapponese è stata elogiata per il suo eccellente sistema di finanziamento e governo societario: il "sistema della banca principale". In questo sistema ogni impresa d'affari intrattiene un rapporto di lungo periodo con una banca, solitamente la sua maggiore fonte di credito, cui è affidato il compito di vigilare sull'andamento dell'impresa anche per conto degli altri creditori. La banca principale segue da vicino l'impresa, utilizzando informazioni accumulate durante la relazione di lungo periodo con l'impresa, rivelando il proprio giudizio agli altri creditori attraverso il suo atteggiamento nel concedere credito e, quando l'impresa si trova in difficoltà, rivestendo una funzione di guida nelle operazioni di salvataggio e di ristrutturazione. Si è sostenuto che un sistema del genere ha minimizzato i costi d'informazione impedendo la duplicazione del processo di raccolta delle informazioni tra le banche creditrici, e che il monitoraggio efficiente ha accresciuto il benessere dell'economia evitando una cattiva allocazione delle risorse causata dall'imposizione di alti tassi d'interesse a mutuatari affidabili.

Le ricerche dell'ultimo decennio hanno portato a una notevole conoscenza del meccanismo e degli effetti, almeno qualitativi, del monitoraggio societario da parte del settore bancario, come risulta dall'articolo di Aoki e Patrick (1994). Tuttavia, per quanto riguarda la questione delle modalità del monitoraggio sulle stesse banche, la conoscenza si trova ancora a uno stadio insufficiente e frammentario, sebbene siano disponibili due importanti articoli di ricerca empirica di Rixtel e Hassink (1996) e Horiuchi e Shimizu (1996). Scopo di questo articolo è valutare il mutevole meccanismo del governo delle ban-

---

□ Hitotsubashi University, Institute of Economic Research, Tokyo (Giappone).

che in Giappone con riferimento alle caratteristiche microstrutturali dell'economia giapponese. Si affronteranno due questioni. La prima è il modo in cui le regolamentazioni prudenziali da parte del governo hanno inciso sulla *performance* del settore bancario in termini di efficienza statica e dinamica e in termini di stabilità del sistema finanziario. La regolamentazione prudenziale in Giappone consiste in regolamentazioni *ex ante* ed *ex post* (reti di sicurezza). Le prime sono costituite da misure di limitazione della concorrenza (regolamentazione dei tassi d'interesse, dell'entrata e delle aree di credito), di regolamentazione del bilancio (regolamentazione del massimale del credito per un singolo richiedente, della posizione netta nelle transazioni sui cambi esteri e dell'adeguatezza del capitale) e ispezioni dirette da parte del Ministero delle finanze (MoF) e della Banca del Giappone (BoJ). Le altre forme di regolamentazione riguardano il ruolo di "prestatore di ultima istanza" della BoJ, l'assicurazione sui depositi a tasso fisso introdotta nel 1972 e le operazioni di salvataggio effettuate dalla BoJ. Oltre a queste misure formali di regolamentazione prudenziale, si è fatto ricorso frequentemente a un provvedimento informale di regolamentazione detto *amakudari* ("discesa dal paradiso") - l'inserimento di alti burocrati in pensione del MoF o della BoJ nel consiglio di amministrazione delle banche - e a diversi tipi di direttive amministrative (*gyoseishido*).

Fino al 1994 nel Giappone del secondo dopoguerra non si sono verificati fallimenti bancari,<sup>1</sup> e ciò è stato generalmente attribuito alle modalità in cui sono state realizzate le politiche di limitazione della concorrenza. Queste modalità sono state denominate "sistema del convoglio": le politiche in esame erano attuate in modo da lasciar vivere e crescere le banche più inefficienti al fianco di altre banche. Va notato tuttavia che il sistema del convoglio non è specifico dell'industria bancaria, ma è parte del sistema globale di coordinamento industriale tipico della microstruttura dell'economia giapponese. Allo stesso modo, l'*amakudari* non è proprio dell'industria bancaria, ma ha rappresentato un'usanza diffusa in quasi tutti i settori produttivi del Giappone, e ciò costituisce un altro aspetto importante del sistema di coordinamento industriale. Ne deriva che, per comprendere il meccanismo e gli effetti delle politiche di limitazione della concorrenza e il futuro delle regolamentazioni prudenziali, occorre

<sup>1</sup> Le banche malgestite che rischiavano la bancarotta venivano solitamente incorporate in banche sane più grandi, sotto la guida del MoF o della BoJ.

esaminare il mutevole ruolo e il modello di funzionamento del coordinamento industriale nel sistema economico giapponese.

La seconda questione verte sulla funzione degli azionisti di banca nel governo dell'industria bancaria. Come si vedrà, le azioni emesse dalle banche sono detenute in maggioranza da imprese finanziarie e non, a esse collegate, rispetto alle quali le banche si pongono come principali azionisti e maggiori creditori ("banche principali"). La relazione di azionariato incrociato comporta una maggiore autonomia dei dirigenti della banca dagli azionisti. La condotta delle imprese che intrattengono una relazione di azionariato con la banca è solitamente condizionata non solo dal tasso di rendimento delle azioni della banca, ma anche da altri fattori quali la disponibilità di crediti bancari. Inoltre, i profitti della banca non vengono distribuiti interamente agli azionisti della banca, ma sono suddivisi tra i dirigenti e i lavoratori. In un sistema di questo tipo, è ovvio che i dirigenti bancari debbano tenere conto non solo del prezzo delle azioni, ma anche delle istanze di altri centri d'interesse come i dipendenti della banca e le imprese collegate. Il valore di avviamento della banca (*franchise value*, cioè il valore attuale della rendita di monopolio che si prevede la banca ottenga in quanto azienda in attività) o le regolamentazioni sui rapporti rischio-patrimonio tendono a influenzare il comportamento della banca in via diretta, piuttosto che tramite il perseguimento della massimizzazione del profitto da parte degli azionisti della banca. Tuttavia, ancora una volta tale comportamento manageriale non è specifico delle banche, ma nel complesso è comune ad altre imprese industriali che appartengono ai gruppi d'affari denominati *keiretsu*, caratterizzati da un alto grado di incroci azionari tra gruppi d'imprese. Nei gruppi *keiretsu* i manager godono solitamente di un alto grado d'indipendenza dagli azionisti, ma sono soggetti alle istanze di altri interessi. Si noti che, se paragonata a quella dei dirigenti di altre imprese organizzate in *keiretsu*, la posizione dei manager di banca si differenzia per due aspetti: essi hanno il compito di tenere sotto controllo altre imprese del sistema della banca principale e devono sottostare alle speciali regolamentazioni governative finalizzate al mantenimento della stabilità nel sistema finanziario. Nonostante ciò, con l'esclusione di queste due differenze, il comportamento dei dirigenti bancari è soggetto ai vincoli comuni ai manager delle altre imprese *keiretsu*, e il ruolo futuro del dirigente di banca è strettamente collegato al futuro del sistema *keiretsu* nell'economia giapponese. Pertanto, per capire la mutevole funzione dei dirigenti bancari e degli

azionisti nel governo delle banche dobbiamo rifarci al più ampio problema delle relazioni tra azionisti e manager nel sistema *keiretsu*.

Il nostro articolo è organizzato come segue. La sezione 1 presenta una breve sintesi delle caratteristiche microstrutturali dell'economia giapponese, discutendo il sistema di coordinamento industriale, il sistema *keiretsu* della banca principale e il sistema dell'impresa di tipo giapponese. La sezione 2 verte sull'importanza relativa degli azionisti e delle regolamentazioni pubbliche nel sistema di governo delle banche, con alcuni riferimenti al possibile ruolo giocato da altri centri d'interesse. La sezione 3 studia il funzionamento del governo delle banche in Giappone in una specifica situazione, l'emergere, l'esplosione, e il dopo-esplosione della "bolla" economica nel periodo 1985-1995. La sezione 4 conclude l'articolo con alcune considerazioni sul modello futuro di governo delle banche in una situazione di mutamento nel sistema finanziario e nella struttura microeconomica dell'economia giapponese.

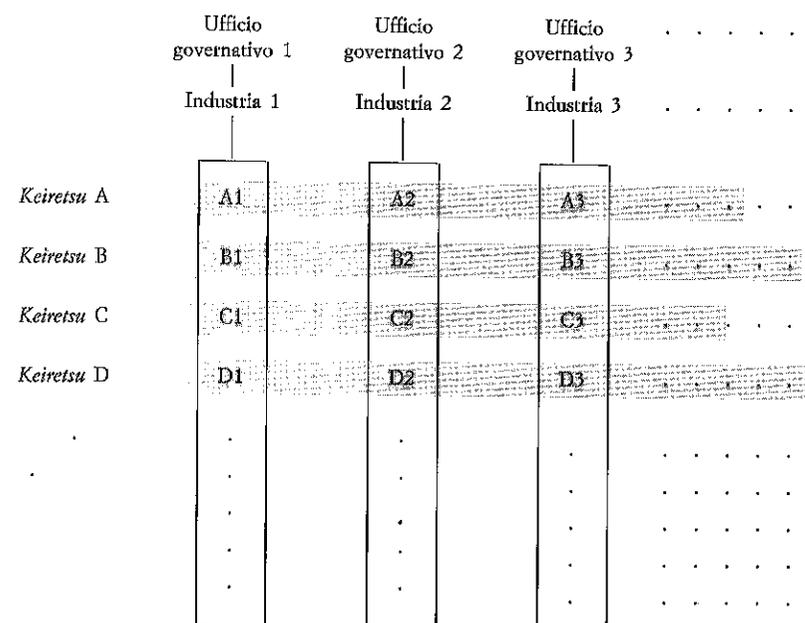
### 1. Microstruttura del sistema economico giapponese

In Giappone vi è una stretta relazione tra le caratteristiche microstrutturali complessive del sistema e il sistema di governo delle banche. La microstruttura dell'economia giapponese si compone di tre pilastri: il sistema di coordinamento industriale, il sistema *keiretsu* della banca principale e il sistema dell'impresa di tipo giapponese. Il ruolo del governo nel controllo delle banche è più facilmente comprensibile se viene visto come parte del sistema di coordinamento industriale, mentre il ruolo degli azionisti è legato al sistema *keiretsu* della banca principale.

Questa sezione offre una breve rassegna delle caratteristiche microstrutturali complessive dell'economia giapponese. La figura 1 mostra la relazione tra i primi due pilastri del sistema. A1, A2, B1, B2, ... e così via, indicano le singole imprese. I rettangoli formati da tratti continui rappresentano le associazioni industriali, quelli tratteggiati la relazione *keiretsu*. Se l'industria 1 è l'industria bancaria, A1, B1, C1, ... rappresentano le banche principali per i corrispondenti

FIGURA 1

SISTEMA DI COORDINAMENTO INDUSTRIALE  
E SISTEMA *KEIRETSU* DELLA BANCA PRINCIPALE



gruppi *keiretsu*.<sup>2</sup> Il sistema di coordinamento industriale, il primo pilastro, è un sistema verticale di interazione tra un ufficio governativo, relativo alla specifica industria, e un'associazione industriale alla quale appartengono quasi tutte le imprese dell'industria. Tra l'ufficio governativo e l'associazione si organizza in genere un consiglio deliberativo allo scopo di agevolare il flusso d'informazioni e la formazione di un consenso. Le informazioni sulla, e richieste dalla, industria *i* sono accumulate e convogliate all'ufficio governativo tramite l'associazione industriale *i*-esima. L'ufficio governativo *i*, dopo essersi ac-

<sup>2</sup> Il diagramma è una rappresentazione semplificata della microstruttura nel senso che: *i*) si riferisce solo a un *keiretsu* orizzontale. Vi sono tuttavia importanti gruppi di imprese, detti gruppi indipendenti, che consistono in una gerarchia d'impresе tecnologicamente integrate e raggruppate intorno a grandi società quali la Matsushita (macchinari elettrici) o la Toyota (automobili); *ii*) il sistema *keiretsu* della banca principale e il sistema dell'impresa di tipo giapponese sono presenti solo nel settore moderno dell'economia giapponese. Il settore tradizionale, composto dall'industria agricola e dal terziario, è caratterizzato da mercati più o meno neoclassici o concorrenziali, e da transazioni *spot* (Teranishi 1995).

cordato con altri uffici e ministeri relativi all'industria in esame, e a volte dopo essersi consultato con i consigli deliberativi e le autorità politiche, formula istruzioni o indicazioni all'industria attraverso l'associazione *i*.

Il sistema descritto ha svolto due funzioni. La prima è quella di strumento di politica industriale. Regolando gli interessi di più industrie, il governo ha potuto coordinare efficacemente l'attività d'investimento e lo sviluppo tecnologico.<sup>3</sup> La seconda funzione è stata quella di regolazione della distribuzione del reddito. In Giappone, dopo la metà degli anni '50, l'intervento dello stato nei conflitti sulla distribuzione del reddito si è concretizzato più tramite la regolazione degli interessi industriali che degli interessi di classe. In altri termini, gli individui influenzano lo stato con pratiche lobbistiche per ottenere un trattamento migliore per l'industria nella quale lavorano, e non per la classe cui appartengono. Il governo ha risposto regolando i prezzi di input e output e le condizioni concorrenziali dell'industria, quindi controllando efficacemente il valore aggiunto dell'industria stessa. Le associazioni industriali sono usate come tramite per rivendicazioni e regolamentazioni, e gli uffici governativi e le autorità politiche negoziano tra loro per perseguire i particolari interessi industriali che rappresentano (Teranishi 1996).

Il sistema *keiretsu* della banca principale, il secondo pilastro, è un sistema orizzontale caratterizzato da incroci azionari e da un sistema di banca principale che controlla e concede credito. Questo sistema si è rivelato un espediente per offrire fondi esterni a un gruppo di imprese senza indebolire la coesione del gruppo. L'azionariato incrociato nel *zaibatsu* d'anteguerra è stato introdotto a tale scopo, e anche il sistema di banca principale, caratterizzato da prestatori non esclusivi con monitoraggio esclusivo<sup>4</sup> è nato in un contesto simile (Teranishi 1994b). I vantaggi di questo sistema risiedono nella diminuzione dei costi di agenzia attraverso transazioni di lungo perio-

<sup>3</sup> Il coordinamento realizzato attraverso flussi d'informazioni è sottolineato in Yonekura (1993). Murakami (1992) mostra l'efficacia di tale sistema nel generare rendimenti crescenti nelle industrie strategiche.

<sup>4</sup> In un sistema di banca principale, ogni impresa di un *keiretsu* prende a prestito non solo dalla propria banca principale, ma anche dalle banche degli altri *keiretsu*, sebbene la banca principale rimanga solitamente il maggior creditore delle imprese del proprio *keiretsu*. Pertanto, il prestito non è "esclusivo". Del resto, l'impresa viene tenuta sotto controllo esclusivamente dalla propria banca principale, un ruolo a essa delegato dagli altri creditori. Il monitoraggio "esclusivo" è un'altra peculiarità del sistema della banca principale.

do, nel monitoraggio da parte della banca principale, nel coordinamento tramite riunioni tra gli amministratori delegati (*shachokai*) e nella ripartizione del rischio tra i partecipanti. Un'importante proprietà del *keiretsu*, collegata al problema del governo, è l'alto grado di autonomia dei manager. Gli incroci azionari comportano una bassa liquidità delle azioni quotate, che rende difficile per gli azionisti esterni controllare i manager mediante scalate ostili.

Il terzo pilastro, il sistema d'impresa di tipo giapponese, si trova in stretta complementarità istituzionale con i primi due. Il sistema d'impresa, caratterizzato da un'occupazione a vita, un sistema di salari di anzianità e sindacati dei lavoratori specifici per l'impresa, è parte del sistema di distribuzione del reddito. Come si è detto, il valore aggiunto di ogni industria è determinato dal sistema di coordinamento industriale. Il valore aggiunto di ogni impresa dell'industria viene quindi determinato dalla concorrenza interna all'industria stessa, mentre la distribuzione del valore aggiunto all'interno dell'impresa è realizzata mediante negoziazioni tra gli azionisti, i manager e gli impiegati (Aoki 1988). È noto che le gratifiche ai dipendenti includono un elemento di partecipazione dei dipendenti ai profitti d'impresa. Ad esempio, Kaplan (1992) e Murase (1995) hanno dimostrato che, in Giappone, il reddito monetario e le gratifiche dei manager hanno una forte correlazione positiva con i profitti dell'impresa. In tal senso, il sistema di coordinamento industriale e il sistema di impiego di tipo giapponese costituiscono un meccanismo integrato di distribuzione del reddito. Va notato inoltre che, mentre il sistema *keiretsu* è un sistema esclusivo chiuso ai non membri, le associazioni industriali sono aperte a qualunque impresa appartenente all'industria. In tal senso, il meccanismo di distribuzione del reddito nell'economia giapponese è stato efficace nel determinare pari opportunità o uguaglianza *ex ante*.

Il sistema d'impresa di tipo giapponese, insieme al sistema *keiretsu* della banca principale, forma un meccanismo integrato di incentivi societari. Poiché i manager nel *keiretsu* godono di un alto grado di autonomia dagli azionisti, per la banca principale controllarli diventa a un tempo necessario e compatibile con l'incentivo. Inoltre, nel sistema di occupazione a vita il manager si trova al gradino più alto della scala gerarchica dell'azienda. Il sistema gerarchico per ranghi (Aoki 1988) costituisce un efficiente sistema d'incentivi per impiegati e manager.

Occorre notare incidentalmente che le caratteristiche microstrutturali dell'economia giapponese appena descritte sono strettamente connesse ai notevoli risultati dell'economia giapponese dalla metà degli anni '50 in poi, nei due seguenti modi. In primo luogo, si è affermato che la produzione efficiente d'informazioni, dovuta al monitoraggio esclusivo da parte della banca principale e alle relazioni di lungo periodo, ha ridotto i costi di agenzia nell'intera economia. In secondo luogo, si potrebbe dire che alcuni meccanismi insiti nella microstruttura del sistema economico hanno permesso alle imprese di operare con un orizzonte temporale più ampio e indipendentemente dalle oscillazioni cicliche di breve periodo, generando investimenti con elevato tasso di profitto di lungo periodo. Meccanismi del genere includono: *i*) la ripartizione del rischio nell'ambito delle imprese del gruppo *keiretsu*, tra le imprese maggiori e i loro sub-fornitori, e tra lavoratori dipendenti, manager e azionisti; *ii*) la protezione dei valori di avviamento per ogni impresa grazie alla politica di prevenzione della concorrenza; *iii*) la gerarchia per rango all'interno dell'impresa, il cui efficace funzionamento richiede un'espansione di lungo periodo dell'attività d'impresa.

## 2. Il governo della banca

Torniamo al problema del governo della banca e valutiamolo in rapporto alle caratteristiche microstrutturali dell'economia giapponese. Secondo la tesi di Dewatripont e Tirole (1993) il governo del settore bancario potrebbe essere studiato analogamente a quello del settore delle imprese non finanziarie, salvo per il fatto che i detentori del debito della banca (i depositanti) sono così piccoli e dispersi da non avere un incentivo sufficiente a esercitare un monitoraggio sulle banche. L'analogia si adatta particolarmente bene al caso giapponese. In altri termini, il sistema di governo del sistema bancario include parte della microstruttura dell'economia giapponese. La politica regolamentativa del governo, spesso denominata "sistema del convoglio", è un tipico esempio del sistema di coordinamento industriale, e i manager di banca sono caratterizzati da un'indipendenza dal controllo degli azionisti persino superiore a quella dei dirigenti delle imprese non finanziarie del sistema *keiretsu*.

### 2.1. Possessori di azioni di banca

Nel 1991 il 34,3% delle azioni emesse da grandi banche (*city banks*, *trust banks* e banche di credito a lungo termine) era detenuto da istituti finanziari, il 57,8% da imprese non finanziarie, e solo il 2% da singoli investitori mentre, nel caso di tutte le imprese elencate (incluse quelle non finanziarie), il 46,9% era detenuto da istituti finanziari, il 25,2% da imprese non finanziarie e il 23,1% da singoli investitori (Sheard 1994). Ciò significa che le azioni emesse dalle grandi banche sono detenute per la maggior parte da altre imprese, finanziarie e non, e le quote dei singoli azionisti sono minori che nel caso di imprese non finanziarie.

Quanto alla questione di quali imprese detenessero azioni di banche, la tabella 1 mostra che circa il 10% delle azioni bancarie era detenuto da imprese collegate o in forma di azionariato incrociato e il 5-15% di azioni era detenuto da compagnie di assicurazione, e che la somma dei due gruppi citati corrispondeva approssimativamente alla percentuale di azioni detenute dai primi 10 maggiori azionisti. Dati più dettagliati sulla Dai-ichi Kangyo Bank (DKB), una delle maggiori *city banks* nel 1991, mostrano che i 3 maggiori azionisti della DKB erano compagnie di assicurazione sulla vita, la somma delle cui azioni ammontava al 14,3% delle azioni complessivamente emesse dalla DKB. I successivi 17 maggiori azionisti (dal 4° al 20°) erano tutti imprese, finanziarie e non, e la somma delle azioni da esse detenute era pari al 16,4% del totale. La DKB figurava tra i primi 3 azionisti o creditori di 15 di queste 17 imprese (Sheard 1994).

TABELLA 1

COMPOSIZIONE DELL'AZIONARIATO DI BANCA (%)

	1965	1975	1985
(a) Quote detenute dai primi 10 azionisti	18,3	24,3	6,5
(b) Azionariato incrociato e quote detenute da imprese collegate	10,4	11,5	10,6
(c) Quote detenute da compagnie di assicurazione sulla vita	5,5	11,1	14,5
(d) = (b) + (c)	15,9	22,6	25,1

Nota: I dati sono relativi alle *city banks* e all'Industrial Bank of Japan.

Fonte: Okazaki (1995, p. 174).

Questi dati mostrano come in Giappone le azioni di grandi banche siano detenute da affiliati allo stesso *keiretsu*. Poiché le imprese *keiretsu* sono legate da incroci azionari, la liquidità del mercato in queste azioni non è sufficiente per efficaci scalate azionarie. Le banche possono emettere azioni disinteressandosi del prezzo, perché altre imprese nello stesso *keiretsu* sono pronte a sottoscrivere la nuova emissione di titoli (spesso) al valore nominale. Di conseguenza, si può dire che i dirigenti di banca sono sostanzialmente indipendenti dal controllo degli azionisti. Inoltre, il grado d'indipendenza dei manager bancari dagli azionisti sembra maggiore che non nel caso d'imprese non finanziarie per i due motivi seguenti. In primo luogo, come si è detto, la quota di azioni detenute da singoli investitori è più bassa che nel caso d'imprese non finanziarie. In secondo luogo, anche il numero di amministratori esterni è in media inferiore per le banche rispetto alle imprese non finanziarie. Come mostra la tabella 2, il numero medio di consiglieri d'amministrazione esterni è 1,62 per le banche e 3,39 per le imprese manifatturiere. Se escludiamo i consiglieri esterni provenienti dal governo e dalla BoJ, queste cifre sono pari rispettivamente a 0,46 e 3,10.

## 2.2. La regolamentazione da parte del governo

Si può assumere tranquillamente che in Giappone le banche non sono controllate dagli azionisti nel senso letterale del termine.<sup>5</sup> Ciò suggerisce due domande: *i*) qual è in Giappone il *modus operandi* del controllo governativo sulle banche?; e *ii*) quali sono le modalità del comportamento dei manager di banca quando manca un efficace controllo da parte degli azionisti? Esaminiamo la prima questione.

Tra le misure formali di controllo bancario, quelle di limitazione della concorrenza sono state fino a poco tempo fa le più utilizzate. Le regolamentazioni del tasso sui depositi sono state rapidamente abolite dalla metà degli anni '80, come risulta dalla quota dei depositi a tassi d'interesse non regolamentati<sup>6</sup> (Tabella 3). Tuttavia, permangono ancora altre regolamentazioni, quali le restrizioni sulle aree di prestito

<sup>5</sup> Alcune importanti ricerche, come quella condotta da Horiuchi e Shimizu (1996) e quella di Nakajima e Taguchi (1995), tuttavia, ipotizzano che le banche siano controllate dagli azionisti. Questa idea sarà valutata criticamente nella prossima sezione.

<sup>6</sup> Tutti i tassi d'interesse sui depositi a tempo furono liberalizzati nel giugno 1993.

TABELLA 2

NUMERO MEDIO DI AMMINISTRATORI PROVENIENTI DA ISTITUZIONI ESTERNE PER GRANDI IMPRESE MANIFATTURIERE E GRANDI BANCHE NEL 1985

Origine	Imprese manifatturiere	Origine	Grandi banche
Banca principale	0,65	MoF	0,77
Altre istituzioni finanziarie private	0,57	BoJ	0,38
Aziende commerciali	0,18	Compagnie di assicurazione	0,23
Società d'investimento mobiliare	0,01	Imprese d'affari	0,15
Altre imprese	1,69	Amministrazione comunali	0,08
Ministeri, BoJ, istituzioni finanziarie governative e altri	0,29		
<i>Totale</i>	<i>3,39</i>	<i>Totale</i>	<i>1,62</i>

Nota: Valori medi relativi a una selezione di 234 imprese manifatturiere e delle *city banks* e dell'Industrial Bank of Japan.

Fonte: Okazaki (1995, p. 158).

TABELLA 3

INDICI DI DEREGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

	Rapporto tra transazioni e volume di titoli di stato	Rapporto tra attività del mercato monetario e Pnl	Depositi a tasso d'interesse non regolamentato in percentuale del totale dei depositi a tempo
1981	2,4	6,5	0,0
1983	2,7	8,4	0,0
1985	12,6	12,2	17,5
1987	25,6	15,8	42,0
1989	15,6	23,5	73,6

Fonte: Teranishi (1994a).

e sull'entrata nell'attività bancaria, sebbene queste ultime siano state gradualmente indebolite. È noto che tali regolamentazioni furono introdotte con l'intento di garantire la stabilità del sistema finanziario, la cui assenza aveva tormentato l'economia giapponese per tutto il periodo tra la prima e la seconda guerra mondiale (Teranishi 1990).

Queste regolamentazioni avevano tuttavia anche un altro scopo, coordinare gli interessi del settore bancario con quelli delle altre

industrie. In altre parole, le regolamentazioni limitative della concorrenza nel settore bancario hanno costituito una parte importante del sistema globale di coordinamento industriale dell'economia. Il primo esempio di ciò si ebbe quando il coordinamento fu utilizzato per influenzare la distribuzione del reddito. Le regolamentazioni erano tese al controllo del valore aggiunto del settore bancario in relazione a quello delle altre industrie. Il controllo dei tassi d'interesse sui depositi era semplicemente un controllo sui prezzi degli input per l'industria bancaria. Due terzi degli input (depositi) provenivano da altre imprese industriali, il rimanente terzo dal settore delle famiglie.<sup>7</sup> Anche i prezzi degli output erano regolamentati. I tassi sui prestiti a lungo e breve termine (oltre un milione di yen) erano stati *de facto* sotto controllo fino alla metà degli anni '70,<sup>8</sup> sebbene la diffusa pratica di depositi compensativi sembra aver allentato questo controllo. Le motivazioni relative alla distribuzione del reddito furono chiare soprattutto negli anni '50 e '60. La ragione principale dell'introduzione della regolamentazione dei tassi d'interesse sui depositi nel 1949 era la compensazione delle perdite nel reddito di banca causate dalla detenzione forzata di titoli pubblici a tassi d'interesse controllati (Teranishi 1993). Inoltre, il governo continuò a intervenire su diversi aspetti dei conti del settore bancario. Il rapporto tra costi correnti e rendimenti correnti fu la più importante misura diretta alla guida amministrativa del settore bancario fino al 1968, e la distribuzione dei profitti di banca, specialmente i pagamenti dei dividendi, venne strettamente controllata fino al 1970, quando fu introdotta la così detta guida orientata all'efficienza (*koritsuka gyosei*).

Il secondo esempio è il coordinamento finalizzato alla politica industriale. Le condizioni concorrenziali nell'industria sono state determinate attraverso negoziazioni con le altre industrie finanziarie, attraverso il meccanismo ufficio governativo-consiglio deliberativo-associazione industriale, e quindi in relazione con l'intero sistema di coordinamento industriale. In altri termini, mediante questo meccanismo si sono coordinati i livelli d'investimento delle industrie finanziarie. I nuovi ingressi nell'industria bancaria sono stati impediti del tutto a partire dalla metà degli anni '50. Ogni tipo di banca - *city bank*, *regional bank*, *trust bank* e così via - ha la propria associazione

<sup>7</sup> La percentuale dei depositi detenuti dal settore societario era pari al 66,3% nel 1965 e al 59,6% nel 1975.

<sup>8</sup> Il così detto tasso d'interesse autolimitato sui prestiti a breve termine venne abolito nel 1975.

industriale e ognuna ha cercato di proteggere e di espandere le proprie aree di credito. Le banche sono state coinvolte in una dura lotta con il settore dell'investimento mobiliare sulle zone di attività, e anche con il sistema pubblico del risparmio postale. Quanto al sistema del risparmio postale, la determinazione dei tassi d'interesse sui risparmi postali è stata il centro di lunghe controversie tra il MoF e il Ministero dei risparmi postali e delle telecomunicazioni. Di recente il conflitto si è esteso al campo dei servizi di pagamento nel sistema del risparmio postale. L'associazione industriale delle banche (Zenkoku Ginko-kyokai) ha dedicato notevoli sforzi alla realizzazione di un sistema di tassazione delle attività favorevole ai depositi bancari (Zenkoku Ginko-kyokai 1979, pp. 10 e 111-134). Sebbene, nel sistema economico giapponese, l'origine della prevalenza del finanziamento indiretto risalga al processo storico attraversato nel periodo tra le due guerre, il fenomeno del dominio bancario dalla fine della seconda guerra mondiale non potrebbe essere compreso senza tenere conto di questo meccanismo. Gli investimenti, sia umani sia fisici, sono stati indirizzati a favore del settore bancario rispetto al settore dell'investimento mobiliare, riflettendo forse in tal modo il forte potere del settore bancario nel mobilitare voti (soprattutto indirettamente) e nel fornire fondi politici nel periodo elettorale.

Occorre sottolineare come la denominazione di "sistema del convoglio" data alle regolamentazioni limitative della concorrenza nel settore bancario abbia due aspetti: coordinamento di conflitti distributivi tra le diverse industrie finanziarie e regolamentazione prudenziale connessa alla stabilità del settore finanziario. Il sistema finanziario è stato relativamente stabile fino a tempi recenti, e ciò grazie probabilmente al "sistema del convoglio". Tuttavia, il *modus operandi* della politica di limitazione della concorrenza rispetto alla stabilità del settore finanziario in Giappone sembra differire leggermente dalle spiegazioni offerte dai manuali. Nel "sistema del convoglio" con rigide regolamentazioni dei tassi sui depositi, degli ingressi e delle aree di credito, è concepibile che un notevole ammontare del valore di avviamento sia già stato accumulato. Con un mercato azionario efficiente, tale valore è rappresentato da un aumento del prezzo delle azioni di banca. Tuttavia fino al 1970 ciò non accadde a causa delle regolamentazioni sui dividendi e sui prezzi delle azioni bancarie. Come è mostrato nella tabella 4, il valore di mercato del capitale bancario, pari al valore della azioni di banca valutate ai prezzi di mercato, era alquanto basso e inferiore al valore contabile del capi-

TABELLA 4  
VARIAZIONI NELLE ATTIVITÀ E NEL CAPITALE BANCARIO

	1950	1955	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995
(a) Valore di mercato delle attività di banca (migliaia di miliardi di yen)	0,94	3,89	10,09	24,28	50,96	121,52	207,87	408,22	729,43	600,48
(b) Valore contabile del capitale bancario (migliaia di miliardi di yen)	0,02	0,12	0,28	0,60	1,57	3,18	4,62	7,37	20,58	16,74
(c) Valore di mercato del capitale bancario (migliaia di miliardi di yen)	0,01	0,05	0,18	0,47	2,31	5,39	8,22	41,51	84,13	63,16
(d) = (b)/(a) (%)	2,05	2,97	2,77	2,47	3,07	2,62	2,22	1,81	2,82	2,79
(e) = (c)/(a) (%)	0,81	1,19	1,77	1,92	4,53	4,44	3,96	10,17	11,53	10,52
(f) = (e) - (d) (%)	-1,24	-1,78	-1,00	-0,55	1,46	1,82	1,74	8,36	8,71	7,77
(g) Margine di profitto delle banche (%)	1,65	1,62	1,04	0,80	1,30	0,54	0,06	0,12	0,25	0,32
(h) Indice del prezzo delle azioni delle banche (1990 = 100)	2,00	3,20	3,30	3,90	9,80	13,60	15,30	63,50	100,00	77,80
(i) Indice del prezzo delle azioni di tutte le industrie (1990 = 100)	0,60	2,20	6,10	6,00	8,30	18,20	27,80	59,10	100,00	91,0
(j) Coefficiente di variazione del prezzo delle azioni delle banche	0,05	0,09	0,07	0,09	0,23	0,17	0,26	0,38	0,36	0,53

Note e fonti: Le banche sono banche grandi, comprendenti city banks, trust banks e banche di credito a lungo termine, salvo per (g), che riguarda banche ordinarie.

(a) Valori alla fine dell'anno fiscale, calcolati come somma delle passività e del valore di mercato delle azioni bancarie. Le passività sono riprese da Zenkoku Ginko-kyokai (Associazione industriale delle banche del Giappone), Zenkoku Ginko Zaimusho-kyokai.

(b) Valori alla fine dell'anno fiscale. Zenkoku Ginko-kyokai, Zenkoku Ginko Zaimusho-kyokai (diversi anni). Somma di azioni emesse e riserve.

(c) Valori alla fine dell'anno fiscale. Numero di azioni emesse (calcolato fino al 1973 come valore contabile delle azioni emesse/valore nominale di un'azione e, dopo il 1974, ottenuto dal database Nikkei NEEDS), moltiplicato per il prezzo dell'azione alla fine dell'anno fiscale.

(d) Ottenuto da *Boj, Keizai Tokuzempo*. Media semplice dei valori della prima e della seconda metà dell'anno.

(e) Ottenuto come (c)/numero totale di azioni bancarie emesse.

(f) Ottenuto come (e)/numero totale di azioni di banca.

(g) Calcolato come deviazione standard dei prezzi di azioni di banca/media dei prezzi di azioni di banca.

tale bancario (valore contabile delle azioni bancarie) più profitti non distribuiti. Dopo il 1970, quando le regolamentazioni sulle azioni delle banche vennero rimosse (come è evidenziato da un aumento del coefficiente di variazione dei prezzi delle azioni delle banche (j)), il valore di avviamento - la differenza tra il valore di mercato e il valore contabile del capitale bancario - in rapporto al valore di mercato delle attività totali della banca salì al 4%, e dopo il 1985 al 10%. Una spiegazione da manuale concluderebbe che l'aumento del valore del diritto di voto successivo al 1970 fu dovuto a due fattori: i) un atteggiamento più prudente nel concedere prestiti da parte delle banche e ii) un'attività d'investimento con un orizzonte temporale più ampio per quanto riguarda la capacità di monitoraggio o una più efficiente politica delle filiali (Hellman, Murdock e Stiglitz 1996 e 1997). In Giappone, tuttavia, i fallimenti nel settore bancario si verificarono dopo l'aumento del valore di avviamento; inoltre, è difficile trovare prove convincenti a favore dell'ipotesi secondo cui le banche protette intrapresero un'attività d'investimento diretta a ottenere una maggiore efficienza. La prima di tali questioni sarà discussa nella prossima sezione, mentre della seconda tratteremo ora.

Prima di proseguire con il problema del comportamento dei manager di banca, consideriamo brevemente le misure informali di regolamentazione bancaria. Il ruolo dell'*amakudari*, una misura di controllo informale tra le più utilizzate, viene solitamente presentato in termini di strumento di controllo governativo sulle banche. Ad esempio, Schaefer (1992) e Rixtel (1993) ritengono che l'*amakudari* sia uno strumento utilizzato dal governo per controllare il settore privato. Allo stesso modo, Aoki, Patrick e Sheard (1994) guardano all'inserimento di burocrati *amakudari* nelle banche private come a una sorta di sanzione governativa imposta a chi non rispetta le regolamentazioni pubbliche. Tale opinione potrebbe essere valida in una fase di gravi fallimenti bancari, come nella prima metà degli anni '90. Sia Rixtel (1993) sia Okazaki (1995) hanno rilevato come in quel periodo l'*amakudari* fosse attuato nei confronti di banche (piccole) in difficoltà.

Tuttavia, questa interpretazione sembra riferirsi a un solo lato della medaglia, perché l'*amakudari* ha rappresentato una pratica ampiamente diffusa fin dai primi anni dell'ultimo dopoguerra, quando le banche erano considerate abbastanza solide. L'altra faccia della meda-

glia riguarda il meccanismo di coordinamento industriale, che ha svolto due funzioni – coordinamento degli investimenti e adeguamento degli interessi distributivi tra le industrie. A tale proposito, ulteriori funzioni dell'*amakudari* sembrano essere di canale d'informazione per il coordinamento (Calder 1989 e Aoki 1988) e di ricompensa per i burocrati di quell'ufficio che avesse mediato politiche favorevoli all'industria bancaria.<sup>9</sup>

### 2.3. Il comportamento dei manager di banca

Per comprendere il comportamento dei manager di banca in Giappone occorre considerare tre punti: *i*) i manager vengono selezionati internamente tra i dipendenti della banca e la loro posizione rappresenta un gradino finale nel sistema di classificazione gerarchica; *ii*) i manager sono in qualche misura indipendenti dagli interessi degli azionisti; *iii*) i manager operano all'interno della microstruttura dell'economia giapponese, caratterizzata dai sistemi del coordinamento industriale e del *keiretsu*, o più in particolare all'interno dei "sistemi del convoglio" e della banca principale.

In tali condizioni il comportamento dei manager di banca appare caratterizzato da *i*) minore preoccupazione per i profitti presenti e futuri, e quindi per il prezzo delle azioni; *ii*) maggiore interesse alla continuazione dell'attività della banca; e *iii*) maggiore interesse all'ampliamento della scala di attività della banca. Riguardo ai profitti, i manager sono coinvolti nella misura in cui partecipano alla spartizione dei redditi d'impresa. Tuttavia, il loro cointeressamento nei redditi d'impresa appare più o meno limitato alla quota fissa di tali redditi connessi ai pagamenti di premi e indennità di pensionamento, e profitti particolarmente elevati non ne condizionano il comportamento. Pertanto, essi raramente intraprendono azioni ad alto rischio mirate al profitto che sacrificino gli interessi dei depositanti o l'assicurazione sui depositi a tasso fisso. Inoltre, poiché la maggior parte di loro non sono azionisti, il prezzo delle azioni non ha un peso rilevante nella loro condotta, anche quando essi sono cointeressati ai rendimenti presenti e futuri.

<sup>9</sup> Occorre notare che i premi non sono per i singoli burocrati, ma per l'ufficio. La posizione *amakudari* non è scelta dai singoli burocrati, ma è determinata e allocata dall'ufficio in quanto istituzione.

In Giappone i dirigenti di banca sembrano fortemente motivati all'espansione della scala di affari della banca per i seguenti motivi. In primo luogo, essi devono trovare opportunità di occupazione per i propri colleghi, soprattutto per laureati esperti della stessa banca. In secondo luogo, le altre imprese dello stesso *keiretsu*, che detengono la maggioranza delle azioni della banca, sono interessate all'ampliamento dei loro servizi alla banca. Esempi tipici di servizi di questo tipo sono la vendita di assicurazioni sulla vita ai dipendenti bancari da parte di compagnie di assicurazione sulla vita e la gestione dei fondi per i vitalizi dei dipendenti di banca da parte di *trust banks* e società d'investimento. In terzo luogo, i caratteri particolari della regolamentazione bancaria nella forma del "sistema del convoglio" hanno funzionato da incentivi per i manager affinché si espandesse la scala delle operazioni. Una caratteristica del sistema di coordinamento industriale è che le regolamentazioni vengono applicate più o meno allo stesso modo a tutti i membri di una data industria. Nel caso del "sistema del convoglio", ciò significa che regolamentazioni governative come quelle sull'apertura delle filiali erano applicate ugualmente a tutte le banche in relazione all'ammontare dei loro depositi. Questo fatto ha fornito ai manager bancari un forte stimolo all'espansione dei depositi e, per raggiungere tale scopo, in presenza di un numero limitato di filiali approvate, le banche assumevano nuovi dipendenti. Negli anni '60 e '70, molti laureati furono assunti nell'intento di espandere la base di clienti. Un recente studio di Honma, Godo e Teranishi (1996), che utilizza un *panel data* di *city banks* e *regional banks* per il 1964 e il 1967, ha mostrato che vi era una notevole inefficienza, nel senso che l'occupazione e la raccolta di depositi risultavano eccessivamente dilatati.

### 3. Le banche nell'economia della "bolla"

Esaminiamo ora il funzionamento del sistema di governo delle banche già descritto, nel contesto della nascita e dell'esplosione dell'economia della "bolla" speculativa nel periodo dal 1985 al 1990.

Successivamente al 1986, l'economia giapponese ha sperimentato un notevole fermento dell'attività economica, caratterizzato non solo da un tasso di crescita della produzione relativamente alto, ma

anche dalla rapida diffusione della speculazione finanziaria. Come si vede nella tabella 5, l'indice delle quotazioni azionarie è aumentato da 60,5 nel 1985 a 100,0 nel 1990, facendo registrare un massimo storico per le quotazioni medie della Borsa valori di Tokyo (TSE) nel 1989. È cresciuto vertiginosamente anche l'indice del prezzo dei terreni, che è passato da 33,6 nel 1985 a 100,0 nel 1990. Nello stesso periodo l'offerta di moneta e i crediti bancari sono quasi raddoppiati. La fine del boom è arrivata intorno al 1990, quando la BoJ ha attuato una politica monetaria restrittiva innalzando progressivamente il tasso ufficiale di sconto dal 2,50% (maggio 1989) al 6,00% (agosto 1990). Il collasso dell'economia della "bolla" ha comportato non solo una notevole riduzione dei prezzi delle attività, soprattutto del prezzo dei terreni, ma anche un'enorme quantità di crediti in sofferenza nel bilancio delle banche e il ristagno dei prestiti bancari per lungo tempo dopo il 1990 (tabella 5).

TABELLA 5

## INDICATORI DELL'ECONOMIA DELLA "BOLLA"

	1980	1985	1990	1995
Indice delle quotazioni azionarie (TOPLX, 1990 = 100)	28,5	60,5	100,0	91,0
Indice dei prezzi al consumo (1990 = 100)	81,7	93,5	100,0	107,0
Indice del prezzo dei terreni (sei grandi aree urbane, 1990 = 100)	24,5	33,6	100,0	54,7
Offerta di moneta (M2 + CD) (migliaia di miliardi di yen)	199,0	296,0	483,0	536,0
Prestiti delle banche (banche autorizzate a operare all'interno, migliaia di miliardi di yen)	136,0	237,0	443,0	486,0
Tasso d'interesse sui prestiti bancari (%)	8,2	6,0	8,0	2,2

Fonte: BoJ, *Keizai-tokei Nempo*, 1995.

Vi sono spiegazioni sia in termini di domanda sia in termini di offerta per la nascita e l'esplosione dell'economia della "bolla". I fattori dal lato della domanda riguardano l'attività del settore delle società non finanziarie. Nel periodo di boom, il settore societario, soprattutto le grandi imprese, si è dedicato attivamente a investimenti in attività non solo reali ma anche finanziarie, finanziati con nuove emissioni di capitale sociale, soprattutto in forma di obbligazioni convertibili e *warrants* (Tabella 6). L'investimento reale era teso al

miglioramento della produttività, fondato sulla tecnologia connessa all'informazione. Alcuni autori spiegano la fine del boom con l'esaurimento dell'esplosione di investimenti reali, e il successivo ristagno con la caduta dell'attività d'investimento. Ad esempio, Yoshikawa *et al.* (1994) ritengono che il ristagno del credito bancario successivo al 1990 fosse dovuto principalmente a un declino nella domanda di fondi da parte delle imprese, giacché durante quel periodo rimasero bassi non solo l'ammontare dei crediti, ma anche i tassi sui prestiti. Se il mutamento nell'offerta fosse stato significativo, essi sostengono, i tassi d'interesse avrebbero dovuto crescere in parallelo con la caduta dell'ammontare dei prestiti. Tuttavia, se venissero ridotti i prestiti bancari alle piccole e medie imprese, e potessero ottenere crediti solo le grandi imprese, cui fossero applicati tassi primari bassi, ne seguirebbe il fenomeno osservato: un ridotto volume di prestiti e bassi tassi d'interesse (Miyagawa 1996).

TABELLA 6

## FONTI E IMPIEGHI DEI FONDI DELLE GRANDI IMPRESE MANIFATTURIERE NEL PERIODO DELLA "BOLLA" (migliaia di miliardi di yen, anno fiscale)

	1981-85 media	1986-89 media
Fonti		
Fondi interni	4,8	6,7
Fondi esterni	1,7	4,3
Prestiti	0,1	-2,1
Titoli	1,6	6,6
Impieghi		
Attrezzatura, scorte, beni immobili	4,7	6,3
Investimenti finanziari	1,6	4,5

Fonte: Teranishi (1994a)

Quanto al lato dell'offerta, alcuni autori attribuiscono la responsabilità alla politica monetaria lassista attuata dopo l'Accordo del Plaza (Noguchi 1992). Tuttavia, considerate le enormi sofferenze connesse ai mutui sugli immobili, rimasti dopo l'esplosione della "bolla", non si può condividere la spiegazione secondo la quale l'unica responsabile del fenomeno sia stata la politica monetaria. I mutui sugli immobili e non bancari (di tutte le banche salvo le *regional*

*banks*) sono aumentati da 40,4 migliaia di miliardi di yen nel dicembre 1985 (il 18,1% del totale dei prestiti pari a 223 migliaia di miliardi di yen) a 90,0 migliaia di miliardi di yen nel 1992 (il 25,9% dei prestiti totali pari a 348 migliaia di miliardi di yen). L'ammontare delle sofferenze presso le grandi banche (*city banks*, *trust banks* e istituti di credito a lungo termine) era di 8,0 migliaia di miliardi di yen nel marzo 1992 (3,0% dei prestiti totali pari a 398 migliaia di miliardi di yen), di 12,8 migliaia di miliardi di yen nel marzo 1993 (3,2% dei prestiti totali pari a 396 migliaia di miliardi di yen), e di 23,4 migliaia di miliardi di yen nel settembre 1995 (6,0% dei prestiti totali pari a 391 migliaia di miliardi di yen) (Nakajima e Taguchi 1995).

Non alimenteremo qui la controversia sull'importanza relativa dei fattori di domanda e di offerta, ma concentreremo piuttosto la nostra attenzione sulla condotta del settore bancario quale uno dei fattori di offerta responsabili della formazione della "bolla". Valuteremo in particolare quale sia stato il ruolo del sistema di governo delle banche nell'espansione senza precedenti dei mutui sugli immobili e non bancari durante il periodo della "bolla", l'accumulazione delle sofferenze e il successivo ristagno del credito.

Prendiamo in esame dapprima la letteratura in cui si assume che gli azionisti controllino le banche. Nakajima e Taguchi (1995) sottolineano gli effetti della riduzione del valore di avviamento delle banche quale causa del sorgere della "bolla". Essi sostengono che le banche giapponesi abbiano goduto di un enorme valore di avviamento grazie al "sistema del convoglio", e che appena tale valore è sceso rapidamente a seguito della liberalizzazione del mercato finanziario negli anni '80, nel tentativo di compensare tale riduzione le banche abbiano scelto di assumere maggiori rischi nella concessione di crediti. Tuttavia, come risulta dalla riga (f) della tabella 4, nel periodo della "bolla" non vi sono elementi che indichino una riduzione significativa nel valore di avviamento delle banche. Dopo la deregolamentazione dei pagamenti dei dividendi attuata nel 1970, il valore di avviamento (la differenza tra il valore di mercato e il valore contabile del capitale sociale delle banche) è passato da un valore negativo a un valore positivo,<sup>10</sup> e a partire dal 1985 si è stabilizzato al livello dell'8%. Come prova di un declino del valore di avviamento, Nakajima e Taguchi (1995) portano la liberalizzazione del controllo del tasso

<sup>10</sup> I valori negativi derivano dal fatto che il prezzo di mercato delle azioni di banca non riusciva a rispecchiare né i profitti futuri né il valore delle riserve esistenti, che si trovavano sotto il controllo del MoF.

sui depositi (Tabella 3) e la riduzione dei margini di profitto delle banche (riga (g) della Tabella 4). Si tratta tuttavia solo di determinanti parziali del valore di avviamento. Sebbene i tassi sui depositi fossero liberalizzati, le entrate nel settore bancario erano ancora rigorosamente controllate, e a tutt'oggi non è nata alcuna nuova banca dalla metà degli anni '50. Le banche godono tuttora di una posizione dominante, e pertanto monopolistica, nell'industria finanziaria del Giappone. Inoltre, visti i recenti sviluppi della tecnologia finanziaria, il settore bancario ha notevoli potenzialità di crescita come nuova industria trainante, purché riesca ad aggiornare la propria tecnologia. Tenendo presenti questi aspetti, non sorprende che il valore di avviamento, misurato come differenza tra valore di mercato e valore contabile delle azioni, sia aumentato dopo il 1980, come si nota nella tabella 4, contrariamente all'ipotesi di Nakajima e Taguchi (1995). L'articolo di Nakajima e Taguchi (1995) si riferisce alla nascita dell'economia della "bolla", mentre Horiuchi e Shimizu (1996) ricercano le ragioni del basso tasso di crescita dei prestiti bancari nella prima metà degli anni '90. Essi puntano l'attenzione sul fatto che con l'esplosione della "bolla" il capitale bancario si è ridotto. Ciò a sua volta è dovuto all'aumento dei prestiti non rimborsati e alla perdita di guadagni in conto capitale non realizzati sulle attività in titoli nel bilancio delle banche. Inoltre, alle banche era permesso emettere debito subordinato per compensare le loro basse basi di capitale. Il debito subordinato è classificato come capitale di ordine II nelle regolamentazioni della BRI, e la maggior parte di tale debito era acquistata da, o raziionata a, i principali azionisti delle banche, come compagnie di assicurazione e altre imprese degli stessi gruppi *keiretsu*. In una regressione con *panel data* su 21 grandi banche nel periodo 1990-1995, Horiuchi e Shimizu hanno riscontrato che i debiti subordinati (o il rapporto tra capitale bancario corretto per rischio e attività) hanno rilevanti effetti negativi sul tasso d'incremento dei prestiti bancari. La loro interpretazione è che appena il capitale bancario cresce a causa del razionamento del debito subordinato, gli azionisti e i manager della banca diventano più prudenti e accorti nella loro attività di prestatori, con un conseguente declino del tasso di crescita dei prestiti bancari dopo il 1990. Essi indicano questa ipotesi come un *moral hazard* inverso da parte degli azionisti di banca.

Questa interessante e attenta analisi, tuttavia, ha lasciato irrisolte tre questioni. In primo luogo, le loro regressioni non escludono la possibilità che sia il declino dell'attività di prestito sia l'aumento del

debito subordinato siano causati da una terza variabile non considerata nella loro analisi. Qui di seguito si sosterrà che questo terzo elemento è il declino dell'incentivo, per i manager di banca, all'espansione della scala di attività o l'aumento del loro interesse per la sicurezza della sopravvivenza della banca. In secondo luogo, la loro analisi non spiega il fenomeno aggregato, nelle serie storiche, di una contemporanea riduzione dei prestiti bancari e dei rapporti tra capitale bancario corretto per rischio e attività. In terzo luogo, utilizzando gli stessi *panel data* hanno rilevato che il valore di avviamento non è significativo nella spiegazione della crescita dei prestiti bancari, e hanno interpretato questo fatto come una prova dell'incapacità dei prezzi delle azioni di riflettere adeguatamente il valore di avviamento, a causa dell'inefficienza del mercato azionario, o come prova dell'erosione del valore di avviamento da parte dei manager o degli altri dipendenti bancari. Tuttavia la prima interpretazione contraddice un gran numero di ricerche che sottolineano la relativa efficienza del mercato finanziario in Giappone negli ultimi tempi, e la seconda contraddice la loro ipotesi di sovranità degli azionisti della banca.

Se allora le ipotesi fondate sulla sovranità degli azionisti di banca non permettono di spiegare la cattiva amministrazione all'interno del settore bancario, quali sono le alternative? Proponiamo qui una spiegazione basata sul comportamento manageriale nel contesto microstrutturale dell'economia giapponese. Dopo il 1985 sono accaduti due fatti. In primo luogo, le grandi imprese, che generalmente erano clienti delle grandi banche, hanno scoperto nuovi modi di finanziarsi sui mercati internazionali tramite strumenti collegati all'emissione di capitale sociale (*warrants* e obbligazioni convertibili). In secondo luogo, a causa delle eccessive assunzioni di laureati durante gli anni '60 e '70 effettuate allo scopo di ampliare i depositi, le banche si sono ritrovate gravate da un eccesso di dipendenti laureati esperti, e a ciò si è accompagnato un eccesso globale di offerta di laureati esperti.<sup>11</sup> In tali condizioni, sarebbe naturale per i manager di banca essere spinti alla ricerca di nuovi clienti in aree di affari non tradizionali come le piccole e medie imprese o il campo immobiliare. Ciò era dovuto al fatto che trovare ai dipendenti, soprattutto se laureati esperti, un secondo lavoro successivo al pensionamento era

<sup>11</sup> Un recente lavoro di Genda (1996) mostra che in Giappone dopo la metà degli anni '90 le retribuzioni dei lavoratori dipendenti di grado più elevato (laureati esperti) sono risultate compresse, in seguito alle massicce assunzioni nel periodo di rapida crescita e alla riduzione delle probabilità di promozione.

per i *top manager* un obbligo implicito, essendo questi reclutati dall'insieme dei dipendenti di banca.<sup>12</sup> La tabella 7 mostra che le grandi imprese finanziarie avevano tra i loro dipendenti una rilevante quota di laureati e che, sebbene dal 1981 al 1991 abbiano sostenuto sforzi maggiori rispetto alle imprese manifatturiere per ridurre il proprio personale, il numero di laureati occupati è cresciuto notevolmente. Poiché le banche non avevano esperienza nei settori non tradizionali, e la loro abilità nel trovare nuove industrie non era necessariamente elevata,<sup>13</sup> un atteggiamento espansivo di questo tipo risultava rischioso. Dopo il fallimento della condotta espansionistica, i manager avevano il terrore della bancarotta, e ciò li ha portati ad adottare una linea di comportamento estremamente cauta, cioè a limitare i prestiti ai soli clienti migliori ai quali era possibile applicare il tasso primario, e a emettere debito subordinato per ridurre le probabilità di bancarotta.

È importante notare che nell'ipotesi di autonomia dei manager di banca, il profluvio di prestiti prima del 1990 e il loro ristagno dopo il 1990 non hanno nulla a che vedere con il comportamento di tipo *moral hazard*. Quando le banche sono controllate dagli azionisti, l'assunzione del rischio aumenta il valore di opzione delle azioni bancarie in presenza di assicurazione dei depositi a tasso fisso, e l'incentivo a rischiare sarebbe tanto più forte quanto minore è il rapporto capitale/attività. Tuttavia, le quote dei manager nei ricavi della banca sono più o meno stabili, sicché il loro reddito non sarebbe influenzato notevolmente dal comportamento di tipo *moral hazard* qualora decidessero di intraprenderlo. Piuttosto, il comportamento

<sup>12</sup> È noto che molte imprese non bancarie e *jusen* (società di mutui immobiliari) furono istituite da grandi banche e fornirono un elevato numero di posti di lavoro ai banchieri in pensione. Nel caso delle 18 aziende immobiliari elencate, che forniscono dati sul lavoro dei loro amministratori prima che questi entrassero nella società, il numero di amministratori provenienti dalle grandi banche (*city banks*, *trust banks* e banche di credito a lungo termine) è salito da 45 unità nel 1986 a 55 nel 1996 (elaborazioni da *Kigyokeiretsu-soran* 1986 e 1996).

<sup>13</sup> Sembra che le banche giapponesi, sebbene abbiano avuto notevoli capacità di monitoraggio sulle condizioni di profitto delle singole imprese, non siano state necessariamente abili nella ricerca di nuove industrie promettenti. Una delle ragioni di questo fenomeno risiede nel fatto che la scelta di un'industria era effettuata mediante politiche industriali in un sistema di coordinamento industriale che prevedeva un processo politico fondato su politiche di interessi tra le industrie. Una seconda ragione è rappresentata dalle regolamentazioni sulle sottoscrizioni delle banche, e dal fatto che la diffusa usanza di richiedere garanzie abbia ridotto l'incentivo per le banche ad assumere rischi in nuove industrie che non potevano offrire garanzie sufficienti (Aoki, Patrick e Sheard 1994, p. 136).

dei manager di banca appare vincolato in maggior misura dall'impegno alla continuazione e all'espansione degli affari della banca, nell'interesse dei dipendenti nella scala gerarchica.

TABELLA 7

## NUMERO DI DIPENDENTI NEI SETTORI MANIFATTURIERO E FINANZIARIO

	Grandi imprese del settore manifatturiero		Grandi imprese del settore finanziario	
	1981	1991	1981	1991
(a) Dipendenti totali (migliaia)	2103	2398	439	444
(b) Laureati (migliaia)	398	617	213	289
(c) = (b)/(a) (%)	18,9	25,8	48,5	65,1

Nota: imprese con più di 1.000 dipendenti.

Fonte: Ministero del lavoro, *Chingin Tokei Kibon-chosa Hokoku*, Tokyo, 1981 e 1991.

#### 4. Osservazioni conclusive: il governo della banca in un panorama finanziario mutevole

Sul sistema di governo delle banche in Giappone si sono fatte finora le seguenti affermazioni: *i*) i manager bancari sono stati più o meno indipendenti dal controllo degli azionisti; *ii*) essi sono stati motivati dalla continuazione dell'attività della banca e dall'espansione della scala degli affari; *iii*) il principale strumento di controllo governativo sulle banche è stato costituito dalle politiche di limitazione della concorrenza. Queste si sono rivelate efficaci fino a tempi recenti nell'impedire i fallimenti bancari, non perché il valore di avviamento da esse creato inducesse alla prudenza gli azionisti di banca, ma perché esse stesse assicuravano profitti anche alle banche più inefficienti; *iv*) il rapporto tra capitale bancario corretto per il rischio e attività o il valore di avviamento non hanno avuto alcun effetto significativo sulla condotta delle banche.

Con la rapida liberalizzazione dei mercati finanziari e l'introduzione delle regolamentazioni BRI, in Giappone è previsto anche uno spostamento verso politiche prudenziali basate sul mercato. Tuttavia, la questione se in Giappone un sistema di governo delle banche

orientato al mercato funzionerà o meno riguarda fundamentalmente il grado futuro di sovranità degli azionisti nel settore bancario e ciò, a sua volta, dipende dalle future caratteristiche microstrutturali del sistema economico giapponese, come mostra la figura 1.

Il futuro del sistema microeconomico giapponese sembra dipendere da tre fattori. Il primo è il cambiamento d'indirizzo del sistema occupazionale di tipo giapponese. Il secondo è il futuro degli incroci azionari. Il terzo è rappresentato dalle prospettive future del sistema di coordinamento industriale. È noto che in Giappone tutti questi elementi si sono recentemente evoluti verso un sistema più concorrenziale e orientato al mercato. Allo stesso tempo, tuttavia, la complementarità istituzionale fra i tre elementi appare sufficientemente forte da permettere di respingere qualunque idea di cambiamento completo del sistema. L'elemento più refrattario sarebbero i manager societari, che non saranno mai favorevoli a rinunciare alla propria autonomia. Per mantenere la loro indipendenza, proveranno a estendere quanto più possibile le relazioni di azionariato incrociato a nuove imprese e a nuove industrie. Poiché la maggior parte delle principali imprese nelle nuove industrie sembrano nascere attraverso una strategia di diversificazione delle imprese mature esistenti, soprattutto in periodi di rapida e drastica ristrutturazione del tessuto industriale, nulla induce a pensare a un rilevante declino dell'azionariato incrociato. Se questa considerazione corrisponde al vero, in futuro le caratteristiche microstrutturali dell'economia giapponese rimarranno intatte. Quanto al sistema di governo delle banche, occorrerebbe riporre più fiducia nelle ispezioni dirette da parte del governo e nel miglioramento della divulgazione di informazioni bancarie ai depositanti, e meno sul comportamento prudenziale degli azionisti di banca. Allo stesso tempo, merita maggiore attenzione l'idea di una banca pura, che separi la funzione di sistema di pagamento dalla funzione di gestione delle attività.

## BIBLIOGRAFIA

- AOKI, MASAHIKO (1988), *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, New York.
- AOKI, MASAHIKO and HUGH PATRICK eds (1994), *The Japanese Main Bank System*, Clarendon Press, Oxford.
- AOKI, MASAHIKO, HUGH PATRICK e PAUL SHEARD (1994), "The Japanese main bank system: an introductory overview", in M. Aoki e H. Patrick eds, pp. 1-50.
- CALDER, KENT E. (1989), "Elites in an equalizing role: ex-bureaucrats as coordinators and intermediaries in the Japanese government-business relationship", *Comparative Politics*, July, pp. 379-403.
- DEWATRIPONT, MATHIAS e JEAN TIROLE (1993), *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- GENDA, YUJI (1996), "The over-skilled Japanese: changes in earnings inequality in Japan", dattiloscritto.
- HONMA, TETSUSHI, YOSHIHISA GODO e JURO TERANISHI (1996), "Kodo-seicho-ki no wagakuni Ginko no koritsusei" (Estimation of profit frontier function for banks during the high growth era of Japan), *Keizaikenkyu*, vol. 47, no. 3.
- HELLMANN, THOMAS, KEVIN MURDOCK e JOSEPH STIGLITZ (1996), "Financial restraint and the market enhancing view", relazione presentata all'International Economic Association Round Table Conference, "The institutional foundation of economic development in East Asia", Tokyo, 17-19 dicembre.
- HELLMANN, THOMAS, KEVIN MURDOCK e JOSEPH STIGLITZ (1997), "Financial restraint: toward a new paradigm", in M. Aoki, M. Okuno-Fujiwara e H. Kim eds, *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Oxford University Press, New York, in corso di pubblicazione.
- HORIUCHI, AKIYOSHI e KATSUTOSHI SHIMIZU (1996), "The deterioration of banks' balance sheets in Japan: risk-taking and recapitalization", *Discussion Paper*, 96-F-13, Faculty of Economics, University of Tokyo.
- KAPLAN, S.M. (1992), "Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the US", *NBER Working Paper*, no. 4065.
- KELLY, MICHAEL (1990), "Deposit insurance, risk, and market power in banking", *American Economic Review*, vol. 80, no. 5, pp. 1183-200.
- MIYAGAWA TSUTOMU (1996), "Kinyukankyo no henka to setsubitoshi no hendo" (Equipment investment of Japan in changing financial conditions), dattiloscritto.
- MURAKAMI, YASUSUKE (1992), *Hankoten no Seiji-Keizaigaku* (Political Economy of Anti-Classics), Chuokouron-sha, Tokyo.
- MURASE, HIDEAKI (1995), "Kabushiki shoyu-kouzou to yakuin shoyo no kettei" (Determinants of shareholding structure and bonus payments to managers), *Nihonkeizai-Kenkyu*, no. 29, pp. 77-95.
- NAKAJIMA, ZENTA e HIROO TAGUCHI (1995), "Toward a more stable financial framework: long-term alternatives - an overview of recent bank disruption worldwide", in K. Sawamoto, Z. Nakajima e H. Taguchi eds, *Financial Stability in a Changing Environment*, St. Martin's Press, New York, pp. 41-99.

- NOGUCHI, YUKIO (1992), *Baburu no Keizaigaku* (Economics of the Bubble), Nihonkeizai-shinbunsha, Tokyo.
- OKAZAKI, TETSUJI (1995), "Sengo-nihon no Kinyu-shisutem" (Financial system of postwar Japan), in H. Morikawa and S. Yonekura eds, *Kodo-seicho o koete (Nikon Keiei-shi 5)*, Iwanami-shoten, Tokyo.
- RIXTEL VAN, ADRIAN A.R.J.M. (1993), "Amakudari in the banking industry: empirical verification of the equalization hypothesis", dattiloscritto.
- RIXTEL VAN, ADRIAN A.R.J.M. e WOLTER H.J. HASSINK (1996), "Monitoring the monitors: retired MOF and BOJ officials and the ex-post monitoring of Japanese banks", MEB Series no. 1996-15, Monetary and Economic Policy Department, De Nederlandsche Bank.
- SCHAEDE, ULRIKE (1992), "Corporate governance in Japan: institutional investors, management monitoring and corporate stockholders", *CCC Working Paper*, no. 92-12, Walter A. Haas School of Business, University of California, Berkeley.
- SHEARD, PAUL (1994), "Interlocking shareholdings and corporate governance in Japan", in M. Aoki and R. Dore eds, *The Japanese Firm*, Oxford University Press, New York.
- TERANISHI, JURO (1990), "Il sistema finanziario e l'industrializzazione del Giappone: 1900-1970", *Moneta e Credito*, n. 172, pp. 459-95.
- TERANISHI, JURO (1993), "Emergence and establishment of financial system in postwar Japan - Government intervention, indirect financing and corporate monitoring system", dattiloscritto.
- TERANISHI, JURO (1994a), "Japan: development and structural change of the financial system", in H. Patrick and Y.C. Park eds, *The Financial Development of Japan, Korea and Taiwan*, Oxford University Press, New York.
- TERANISHI, JURO (1994b), "Loan syndication in war-time Japan and the origins of the main bank system", in M. Aoki and H. Patrick eds, *The Japanese Main Bank System*, Clarendon Press, Oxford.
- TERANISHI, JURO (1995), "Market failures and government failures: a conceptual framework and Japan's experience", dattiloscritto.
- TERANISHI, JURO (1996), "Industrial interests vs. class interests; conflicts over income distribution in the economic development of Japan and Brazil", relazione presentata all'International Economic Association Round Table Conference, "The institutional foundation of economic development in East Asia", Tokyo, 17-19 dicembre.
- YONEKURA, SEIICHIRO (1993), "Gyokai-dantai no kinou" (Function of industrial associations), in T. Okazaki and M. Okuno eds, *Gendai nibon Keizai-sisutemu no Genryu*, Tokyo Daigaku Shuppankai, Tokyo.
- YOSHIKAWA, HIROSHI, MASARU ETOU e TOSHIHIRO IKE (1994), "Chushokigyo ni taisuru Ginko no Kashihiburi ni tsuite" (On the decreased bank lendings to small and medium sized firms), *Keizaibunseki*, Economic Planning Agency of Japan, March.
- ZENKOKU GINKO-KYOKAI RENGOKAI (1979), *Ginko-kyokai 30-nenshi* (Thirty-year History of Banker's Association of Japan), Zenkoku Ginko-kyokai Rengokai, Tokyo.