



INSTITUT CDC
—
POUR LA RECHERCHE

**CINQUIEMES DOCTORIALES DE MACROFI
ET
SEMINAIRE
*DIVERSITE DES SYSTEMES FINANCIERS ET CROISSANCE***

22-23 mai 2008

Conglomération financière et architecture de surveillance

Stéphanie Feyler
CRIEF, Université de Poitiers

Amphi René CASSIN
Institut d'Etudes Politiques d'Aix-en-Provence
25, Rue Gaston de Saporta, AIX-EN-PROVENCE

Conglomération financière et architecture de surveillance (Version provisoire)

Stéphanie FEYLER*

Cinquièmes Doctoriales MACROFI

Aix-en-Provence - 22 et 23 Mai 2008

Résumé : Les mutations structurelles survenues au sein de l'industrie des services financiers lors des deux dernières décennies sont couramment avancées pour justifier la tendance à l'unification de l'architecture de la surveillance financière. Cet argument revêt cependant un caractère purement intuitif. A notre connaissance, aucune preuve empirique n'a pu jusqu'à maintenant être apportée à cette intuition. C'est ce que cet article se donne comme objectif. Plus précisément, il tente d'analyser l'incidence des phénomènes de concentration et/ou de conglomération financières sur le choix de l'architecture de leur surveillance. Les résultats obtenus tendent à corroborer le pressentiment selon lequel l'émergence des conglomérats financiers et leur développement constituent bel et bien un facteur déterminant de l'unification de la surveillance financière.

Mots-clés : Surveillance financière, Autorité unifiée ou intégrée, Conglomérats financiers.

JEL : G20, G28, G29

* Doctorante, Laboratoire CRIEF, Université de Poitiers, 93 avenue du recteur Pineau, 86022 Poitiers Cedex
e-mail : stephanie.feyler@cndp.fr

Introduction

L'industrie des services financiers a subi des changements structurels importants au cours des deux dernières décennies. Deux de ces principales modifications ont trait à la concentration des acteurs financiers et à la disparition partielle, voire même totale dans certains pays, des lignes de démarcation entre les différents secteurs composant cette industrie (« *blurring effect* »¹). Cette première transformation a préparé la seconde puisqu'elle a eu pour conséquence de réduire le nombre d'acteurs et d'en augmenter la taille. Dès lors, la seule alternative pour ces derniers de continuer à croître passait par la diversification. Cela a été rendu possible par l'effacement des cloisonnements qui a alors encouragé les possibilités de rapprochement et d'interpénétration et permis l'émergence de nouveaux acteurs se caractérisant par une multispécialisation de leurs activités, que l'on nomme plus couramment conglomérats financiers. L'apparition et surtout le poids croissant de ce type d'institutions financières constituent un défi non négligeable à relever pour les autorités chargées de réguler et de surveiller cette industrie. On peut en effet se demander si les cadres de supervision et de réglementation, hérités des systèmes financiers cloisonnés, sont encore idoines pour assurer un contrôle efficace de ces groupes financiers trans-sectoriels. Un système de surveillance fragmenté ou cloisonné est-il suffisamment armé pour affronter les mutations de la sphère financière ? Est-il apte à faire face aux nouveaux profils de risques résultant de ces mutations ? Ne faudrait-il pas, au contraire, en repenser les règles ainsi que la structure organisationnelle afin de prendre en considération la dimension trans-sectorielle de ces nouvelles entités financières ? Toutes ces interrogations se font de plus en plus pressantes. Il serait toutefois présomptueux de vouloir traiter l'ensemble de ces questions. C'est pourquoi nous préférons focaliser notre attention sur celles qui traitent uniquement de la structure organisationnelle de la surveillance financière à l'échelon national. En effet la manière dont se trouve ordonnée la surveillance financière est capitale tant pour l'efficacité du système que pour sa stabilité et se révèle d'autant plus cruciale en période de crise.

La littérature relative à cette problématique est relativement récente, mais néanmoins en plein développement. La structure optimale de la surveillance des fournisseurs de services financiers fait l'objet d'un véritable débat académique depuis la seconde moitié de la décennie quatre-vingt-dix. Néanmoins, cette littérature demeure extrêmement descriptive, sinon typologique. En effet, une large partie des travaux relatifs à ce sujet se borne à rappeler la typologie des structures de surveillance financière, rappel qui est d'ordinaire accompagné d'une présentation des forces et des faiblesses de chacune. L'autre partie tend, pour sa part, à discuter et à exposer les spécificités des différentes expériences nationales qui ont eu lieu en la matière. Cette analyse élémentaire a toutefois eu le mérite de mettre en évidence deux aspects :

* Université de Poitiers, Laboratoire CRIEF-MOFIB, Faculté de Sciences Economiques, 93 avenue du Recteur Pineau 86022 Poitiers Cedex.
E-mail : stephanie.feyler@univ-poitiers.fr

¹ Voir à ce sujet van der Zwet (2003) ainsi que Masciandaro (2004, 2005, 2006 et 2007).

- une tendance générale à la réduction du nombre d'autorités de tutelle et de contrôle, et à l'unification de la surveillance² ;
- une convergence très relative des modèles nationaux. Aucune structure universelle idéale de surveillance, transposable à tous les pays sans distinction, n'a réussi à émerger³. Le modèle intégré ou unifié de surveillance financière offre, dans les faits, une gamme extrêmement variée de configurations⁴.

Il faut prendre acte de ces dissemblances et en examiner les causes. Goodhart (2004) et Masciandaro (2004, 2005, 2006 et 2007) affirment que la structure organisationnelle de la surveillance financière constitue une variable dépendante des caractéristiques propres à chaque pays. Une telle affirmation pousse à s'interroger sur les caractéristiques nationales susceptibles de jouer le plus dans l'adoption de telle ou telle structure de surveillance financière, et plus particulièrement dans le choix d'une structure intégrée.

A notre connaissance, les travaux de recherche qui se sont risqués à les identifier, ou qui ont au moins tenté d'en établir un simple listing théorique, sont plutôt rares⁵. Ceux-ci ont toutefois eu pour vertu de montrer que les déterminants du degré d'intégration de la surveillance financière étaient relativement abondants. Il est parfaitement illusoire de penser pouvoir les considérer et les analyser de manière exhaustive. Notre champ de recherche est volontairement centré sur l'étude de la relation liant la création d'une autorité financière unique et le développement des conglomerats financiers. On cherche ainsi à tester la validité empirique de l'impact de l'émergence des intermédiaires financiers trans-sectoriels sur le choix de la structure organisationnelle de surveillance. En effet, dans la littérature analytique actuelle, nombreux sont les travaux qui présentent la montée de la conglomération financière comme la raison principale à l'unification de la surveillance financière. Cependant, aucune étude n'a permis d'affirmer ou d'infirmer cette présomption ou hypothèse.

Ce travail a donc pour objectif de contribuer à l'identification théorique et empirique des déterminants généraux de l'architecture de surveillance, et plus spécialement d'examiner l'incidence de la transformation de la nature et de la dimension des intermédiaires financiers, autrement dit l'effet du phénomène de conglomération financière. Pour ce faire, il convient tout d'abord de passer en revue les différents facteurs déjà mis en évidence dans la littérature (section 1) puis, à l'aide d'une analyse empirique, de vérifier la pertinence de l'effet de conglomération sur le choix de l'architecture de surveillance financière (section 2).

² Voir en particulier de Luna Martinez et Rose (2003), OCDE (2003) et Carmichael, Fleming et Llewellyn (2004).

³ Voir Llewellyn (2003 et 2006) ou encore Mwenda (2006).

⁴ Le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Irlande ou la Belgique ont pour point commun d'avoir chacun unifié leur structure de supervision financière. Toutefois, cette unification est loin de s'être exprimée de la même manière. Ainsi, la « *Financial Services Authority* » (FSA) instaurée au Royaume-Uni en 1997 ne ressemble en rien à la BaFin, l'autorité fédérale de supervision des services financiers en Allemagne, établie en 2002 ou à la Commission Bancaire et Financière belge (2004) et encore moins à la CBFSAI irlandaise (2003).

⁵ Se référer aux travaux de Masciandaro (2004, 2005, 2006 et 2007), à ceux de Freytag et Masciandaro (2005) de Masciandaro et Porta (2004) et enfin à celui de Masciandaro et Quintyn (2008).

1. Les déterminants de la structure de surveillance : revue de la littérature

L'adoption d'une structure de supervision financière segmentée⁶ ou au contraire intégrée ne serait donc pas fortuite⁷. Elle serait liée à la présence et/ou à l'absence d'un certain nombre de facteurs ou dotations. Plusieurs catégories de déterminants⁸ susceptibles d'influencer ce choix ont d'ores et déjà été soulignées. Ces facteurs peuvent revêtir une nature financière, politique, légale, institutionnelle, économique, environnementale ou encore géographique. Cette classification des causes de l'unification de la structure de supervision financière, assez rudimentaire de prime abord, ne fait pour le moment l'objet d'aucun véritable consensus dans le milieu académique. Néanmoins, par souci de clarté, nous avons décidé d'en faire une synthèse avant d'exposer un peu plus en détails les raisons communément avancées dans la littérature. Les frontières séparant ces différentes familles de facteurs sont difficilement perceptibles, compliquant l'agencement des éléments parmi les différents groupes susmentionnés.

La modification de la structure organisationnelle de la surveillance financière est fréquemment justifiée par le fait qu'elle constituerait une adaptation naturelle à l'environnement financier. Puisque l'industrie financière a connu et continue de connaître une transformation accélérée de ses structures, de ses services et de ses comportements, il est logique que la structure de supervision en fasse de même. L'hypothèse sous-jacente est simple : l'architecture de la surveillance financière se doit de refléter l'environnement au sein duquel l'industrie des services financiers évolue⁹, autrement dit la structure du système financier. Abrams et Taylor (2000) ont ainsi affirmé : « *the structure of the regulatory system needs to reflect the structure of the markets that are regulated* ». De même, Taylor et Fleming (1999) avaient préalablement avancé l'idée : « *the organisation of regulation must reflect the organisation of the industry it regulates* ». Quintyn et Taylor (2006) utilisent les termes de « *industry change argument* » ou de « *changing structure of the financial system argument* » pour désigner cette justification.

Auparavant, l'industrie des services financiers se caractérisait par une forte segmentation. Il était donc logique que la surveillance soit segmentée. Mais, depuis la fin de la décennie soixante-dix, l'industrie des services financiers se caractérise par un mouvement de convergence financière, se manifestant notamment par un effacement des barrières traditionnelles entre les activités financières (« *blurring effect* »), propice à l'apparition et au développement des conglomerats financiers (« *financial conglomerates argument/effect* »). L'hypothèse de l'existence d'un lien entre la tendance à l'unification de la structure de surveillance et les modifications survenues au sein des services financiers, en particulier l'émergence des

⁶ Le débat sur le choix de la structure organisationnelle de la supervision financière est fréquemment réduit à l'arbitrage entre ces deux alternatives : d'un côté, le modèle à plusieurs autorités spécialisées (« *financial multi-authority model* »), et de l'autre, le modèle avec une autorité unique pour l'ensemble de l'industrie financière (« *single authority model* »).

⁷ Masciandaro (2006c) affirme « [...] *the supervisory regime is not deterministic (i.e an exogenous variable), nor, on the other side, accidental (i.e a completely random variable). [...] (it) can become the dependent variable.* ». (cf pp. 4 et 5).

⁸ Voir à ce sujet Masciandaro (2006), Quintyn et Taylor (2006), Cihak et Podpiera (2006) et Hawkesby (2000).

⁹ Voir Taylor et Fleming (1999), Abrams et Taylor (2000), De Ferrari et Palmer (2001), Masciandaro (2005 et 2006) et Quintyn et Taylor (2006).

conglomérats financiers, est donc largement acceptée sur le plan analytique. Quintyn et Taylor (2006) ont mis l'accent sur le fait que « *the formation of financial conglomerates necessitated a financial regulatory¹⁰ agency that could adopt a "group-wide perspective" on the risks that they incurred* ». Dans le même registre, Masciandaro (2005 et 2006b) affirme tout d'abord « [...] *the single supervisor regime seems to be the natural and best answer to the challenges posed by financial market integration* », ensuite « *the increasing presence of financial conglomerates requires the unification of supervisory functions* ». Toutefois, il paraît primordial de signaler que l'instauration d'une autorité unifiée est loin de constituer une condition nécessaire et suffisante pour une surveillance consolidée. Le monde académique s'accorde à reconnaître l'absence d'un modèle idéal universel. Les autorités sectorielles ou fonctionnelles à travers l'utilisation de mécanismes de coopération et de coordination sont tout aussi capables de superviser des institutions financières sur une base consolidée. Bien que l'analyse théorique prête un rôle majeur aux transformations structurelles de l'industrie financière, et plus particulièrement à l'émergence de groupes financiers trans-sectoriels quant à l'adoption d'une structure intégrée de surveillance, aucune preuve empirique n'a pour l'instant corroboré cette relation. Masciandaro et Quintyn (2008) ont cherché à vérifier ce lien à l'aide du degré de conglomération tel que défini dans les travaux de Caprio et Levine (2003)¹¹. La relation obtenue entre le degré de conglomération et l'adoption d'une structure intégrée de surveillance financière est cependant non significative.

La taille du système financier ainsi que celle de l'économie du pays peuvent, au même titre que la structure de l'industrie financière, constituer des facteurs explicatifs de l'architecture de la surveillance financière. C'est ce que semblent penser des auteurs comme Taylor et Fleming (1999), Quintyn et Taylor (2006) ou Masciandaro (2004, 2005 et 2006). A travers leur étude de l'expérience scandinave, Taylor et Fleming (1999) ont été les premiers à mettre en évidence les arguments de « *small country* » et d'« *economies of scale* » comme facteurs jouant significativement dans l'adoption d'une structure intégrée de surveillance financière. La concentration des activités de supervision doit permettre l'obtention de gains liés à la réalisation de synergies, et ce principalement aux niveaux des fonctions administratives et de support en général. Cela est particulièrement vrai dans le cas des petits pays qui font face à une rareté tant au niveau de leurs ressources humaines que matérielles. Quintyn et Taylor (2006) utilisent de manière interchangeable les expressions « *small country* » et « *small financial system* » pour évoquer cette relation et arrivent à une conclusion similaire. Masciandaro (2004, 2005, 2006 et 2007), ainsi que Masciandaro et Porta (2004) sont les seuls *a priori* à avoir testé empiriquement la relation liant la taille de l'économie et celle du système financier à l'adoption d'une structure intégrée de surveillance financière. Ils confirment l'idée selon laquelle les petites économies et les petits marchés financiers

¹⁰ Les termes « régulation » et « supervision » sont couramment utilisés de manière interchangeable dans la littérature théorique, sauf exception. Ainsi, Kammel (2006) souligne l'existence d'une distinction entre ces deux notions. La première est associée à l'instauration de règles alors que la seconde est attribuée à l'exécution de celles-ci.

¹¹ Caprio et Levine (2003) ont ainsi déterminé pour un grand nombre de pays la part de capital détenu dans les 10 plus grandes banques par des conglomérats financiers, industriels et/ou commerciaux (question 2.4 de leur base de données). Cela constitue une mesure imparfaite du phénomène de conglomération : d'une part parce qu'elle n'est vue qu'au travers du prisme bancaire et d'autre part parce qu'elle tend à assimiler divers types de conglomérations. Or, dans ce travail, nous limitons notre analyse à la stricte étude de la conglomération financière.

sont plus enclins à élever le degré de concentration de leur structure de surveillance, renforçant ainsi le principe du « petit pays ».

L'apport essentiel de Masciandaro ne se situe néanmoins pas à ce niveau. Ses contributions personnelles et collectives avec Freytag¹², avec Porta ou bien encore avec Quintyn, ont singulièrement porté sur l'étude de l'incidence du rôle tenu par la Banque centrale en matière de supervision financière sur le degré d'unification de cette dernière. Ils ont catalogué l'implication de la Banque centrale comme un facteur institutionnel de la structure de supervision. Leurs diverses analyses démontrent toutes, sans exception, que le degré d'unification de la surveillance se trouve être inversement corrélé au rôle de la Banque centrale (notion de « *central bank fragmentation effect* »). En d'autres termes, si l'implication de la Banque centrale dans la surveillance financière demeure modeste, alors la probabilité d'avoir un degré maximal d'unification de supervision est élevée, et inversement. Ils ont ainsi mis en évidence l'existence d'un arbitrage entre l'intégration de la supervision financière et les prérogatives données à l'autorité monétaire en matière de surveillance¹³. Ils proposent trois justifications à cet arbitrage : le « *moral/blurting hazard effect* », le « *bureaucracy effect* » et le « *reputation endowment effect* ». L'adoption d'une structure concentrée, combinée à une implication forte de la Banque centrale dans le contrôle des activités financières, à la fois bancaires et non bancaires, laisse craindre la manifestation d'un phénomène d'aléa moral. En effet, si tel devait être le cas, une confusion provoquée par la disparition du spectre des risques¹⁴ émergerait dans l'esprit des consommateurs de services financiers, qui seraient moins motivés à contrôler les firmes financières. Les institutions financières seraient alors incitées à prendre des risques de manière plus importante, voire même de façon excessive. La crainte d'une extension de la fonction de prêteur en dernier ressort et plus globalement du filet de protection à l'ensemble du secteur financier¹⁵ surgit également. Dans une telle situation, le public s'attend au même degré de protection quel que soit le type d'institutions financières contrôlé et supervisé par la Banque centrale. Ces auteurs soulignent aussi le danger afférent à la création d'une autorité trop grande, excessivement puissante et extrêmement difficile à gérer, ainsi que l'écueil de réunir au sein d'une même entité les objectifs de stabilité monétaire et de stabilité financière. Le risque de conflits d'intérêt¹⁶ entre les objectifs de la politique monétaire et ceux de la surveillance financière est patent. La stabilité monétaire est susceptible de souffrir de l'instabilité financière, provoquant

¹² L'étude de Masciandaro et Freytag (2005) a pour finalité de regarder comment le rôle de la Banque centrale affecte le processus d'unification de l'architecture de la surveillance financière. Pour ce faire, ils recourent à trois indicateurs : un indice du degré d'implication de la Banque centrale en matière de surveillance (CBFA), un indicateur du degré d'engagement monétaire et un indicateur du degré d'indépendance. Ils arrivent aux résultats suivants : le niveau de consolidation de la surveillance financière dépend bien de l'implication de la Banque centrale en matière de surveillance, en revanche l'engagement monétaire et l'indépendance de la Banque centrale constituent des facteurs institutionnels négligeables.

¹³ Se référer à Goodhart (2000), à Padoa-Schioppa (2003) ou encore à Herring et Carmassi (2008) pour un passage en revue plus complet des arguments en faveur et en défaveur de l'implication de la Banque centrale en matière de surveillance prudentielle. Il est à noter que l'articulation autorité financière et autorité monétaire tient une place prépondérante dans le débat portant sur l'organisation de la surveillance financière.

¹⁴ Cet argument ne fait cependant pas l'objet d'un consensus. Briault (1999) affirme à ce sujet : « *[in] practice, the public's understanding of the regulatory system is –regrettably– likely to be so low that this type of moral hazard should not arise. And although the public may become more aware of the unified nature of complaints handling and compensation schemes, there will also be scope [...] for a single regulator to raise public awareness of the risks, costs and benefits of different services and to make clear the limitations of what regulation can deliver, thus reducing the potential moral hazard* » (p26).

¹⁵ Voir à ce sujet Wilmarth (2001).

¹⁶ Voir Padoa-Schioppa (2003).

alors l'altération de la réputation de la Banque centrale. Cette perte de réputation aurait sans nul doute un impact néfaste considérable sur la crédibilité de la politique monétaire.

Concernant la pleine concentration de la surveillance financière, Freytag et Masciandaro (2005) reconnaissent l'existence d'une alternatives : soit « *a monopolist central bank* » dans laquelle l'autorité monétaire conduit à la fois la politique monétaire et la supervision financière ; soit « *a pure single financial authority* » marquant la séparation entre d'un côté la conduite de la politique monétaire et, de l'autre, l'activité de surveillance des activités financières. Dans les faits, une préférence appuyée pour le second terme de l'alternative semble ressortir. On observe plus volontiers une séparation entre ces deux fonctions plutôt qu'une combinaison. Cela n'interdit en rien le maintien d'une correspondance, voire même incite plutôt à une coopération rapprochée entre ces deux entités. Coopération qui est nécessaire du fait de la forte interdépendance entre stabilité monétaire et stabilité financière. La Banque centrale ne peut se désintéresser entièrement de ce qu'il se passe au sein des marchés et des institutions financières. C'est elle qui, en règle générale, en assure la liquidité. Au minimum, la Banque centrale tend à assumer la fonction dite de surveillance macroprudentielle, autrement dit contrôle la survenance de difficultés au sein du système financier susceptibles d'endommager l'économie réelle. Cette fonction peut être couplée à celle de la surveillance microprudentielle dans le cadre de laquelle la Banque centrale se focalise sur la solvabilité même des institutions financières prises individuellement et non plus sur l'ensemble du système financier. Ces deux premières fonctions peuvent également être complétées par la prise en charge de la fonction dite « *conduct of business* » étendant dès lors le champ de compétences de la Banque centrale en la rapprochant du modèle dit « *monopolist central bank* ». Au total, le rôle de la Banque centrale en matière de surveillance financière tend à varier. Il n'existe pas là non plus de modèle idéal.

La littérature théorique indique également l'existence d'autres facteurs explicatifs plausibles de l'unification de la surveillance financière, mais ce de manière moins étoffée, il est vrai, que les précédents. Nous nous proposons d'en dresser un rapide panorama.

La survenance de crises ou tout simplement la répétition de périodes d'instabilité financière peuvent amener à réformer la structure de la surveillance financière, devenue aux yeux du public inadéquate et inefficace. Pour rétablir la confiance du public, la réforme aura tendance le plus souvent à recouvrir un caractère drastique et entraînera la création d'une autorité unique de surveillance. Cet argument a été avancé par Carmichael, Fleming et Llewellyn (2004) et par Quintyn et Taylor (2006) dans le cas des pays nordiques et asiatiques (tels que la Suède, la Corée ou encore l'Indonésie), ainsi que par Prast et van Lelyveld (2005)¹⁷ dans leur description de l'expérience néerlandaise, comparativement à celles d'autres pays.

¹⁷ Ces auteurs expliquent que le Royaume-Uni et la Suède, à la suite de scandales financiers, ont choisi de modifier de façon drastique la structure organisationnelle de leur supervision financière et ont ainsi adopté un modèle intégré. *A contrario*, les Pays-Bas ont unifié leur structure de surveillance, sous la forme du modèle « *Twin Peaks* », non pas à la suite de troubles bancaires et financiers répétés, mais à la suite des transformations majeures survenues à l'intérieur de leur industrie nationale des services financiers. Les Pays-Bas constituent l'un des pays pionniers en matière de bancassurance.

Les facteurs légaux ont également été identifiés comme déterminants du degré d'intégration de la structure de surveillance. Freytag et Masciandaro (2005) démontrent que les pays caractérisés par un système juridique de type « *Civil Law* » ont une probabilité plus élevée d'adopter une structure de surveillance intégrée que ceux ayant un système du genre « *Common Law* ». Ils précisent que cette probabilité est plus importante encore pour les systèmes juridiques de type germanique et scandinave que pour les systèmes juridiques de type français¹⁸.

Masciandaro et Quintyn (2008) se sont demandés si cette tendance à l'unification de l'architecture de la surveillance financière ne pouvait pas s'expliquer par un effet de mode ou de « *bandwagon effect* », autrement dit s'il n'y avait pas une sorte de phénomène de mimétisme entre les pays. *A priori*, l'influence de ce facteur paraît difficile à modéliser et donc à vérifier. Ces auteurs ont choisi de tester ce lien au travers d'une variable, assez discutable, à savoir la date de la mise en œuvre de la dernière réforme en matière de surveillance. Néanmoins, le test ainsi réalisé a permis de conclure à une influence non significative de ce facteur et permet par conséquent de penser que la réforme de l'architecture de la supervision financière demeure plus souhaitée que subie.

Afin de parachever ce panorama non exhaustif des déterminants du niveau de concentration de la supervision financière, les facteurs politiques et géographiques doivent également être discutés. Goodhart (2004), en se demandant si la transformation de l'architecture de la supervision des activités financières était accidentelle ou choisie, a démontré tout d'abord qu'elle réagissait à un ensemble de facteurs, et que les raisons de ce processus revêtaient très largement un caractère politique. Masciandaro (2006) obtient une conclusion similaire. Parmi les variables de contrôle, les facteurs politiques¹⁹ (au même titre que les facteurs institutionnels, financiers et légaux) sont statistiquement significatifs. Cela n'est pas le cas du facteur géographique²⁰, pourtant énoncé comme un déterminant explicatif plausible de la structure de surveillance. Dans le cas européen, cet élément n'est-il pas susceptible de jouer ? Une tendance forte à l'adoption de structures intégrées concernant la surveillance financière tend en effet à émerger. Sur les vingt-sept Etats composant l'Union Européenne, quatorze d'entre eux ont d'ores et déjà choisi d'unifier leur système de supervision au sein d'une autorité financière nationale unique²¹. Ce mouvement général peut-il s'expliquer par la seule proximité géographique des pays, par le partage d'un ensemble de valeurs communes ou tout simplement par les seuls autres déterminants énoncés précédemment ?

Les déterminants de la structure organisationnelle de la surveillance financière explicités jusqu'à maintenant recouvrent donc des dimensions très disparates. Cependant, comme cela a déjà été annoncé, l'attention se focalise dans la suite de ce travail plus spécialement sur l'incidence de la montée des acteurs financiers

¹⁸ Voir La Porta *et alii* (1998) pour de plus amples informations concernant les distinctions entre d'une part « *Common Law* » et « *Civil Law* » et d'autre part à l'intérieur même de la branche « *Civil Law* » entre les systèmes scandinave, germanique et français.

¹⁹ Dans ses différents travaux, Masciandaro traduit le facteur politique par un indicateur de bonne gouvernance publique -largement inspiré des travaux de Kaufmann, Kraay et Mastruzzi (2003)-, défini comme la capacité structurelle des autorités gouvernementales à formuler et à mettre en application des politiques saines (politiques relatives à l'industrie financière).

²⁰ Ce dernier facteur doit être entendu comme l'appartenance à une zone ou à une union et non comme la simple localisation spatiale.

²¹ BCE (2006).

trans-sectoriels dans l'adoption d'une structure intégrée de surveillance financière. Le développement des conglomérats financiers et, de manière plus générale, l'effacement des lignes traditionnelles de démarcation entre les secteurs composant l'industrie financière sont présentés comme le facteur explicatif clef de l'unification de la surveillance. Cette proposition doit être testée de manière empirique.

2. Conglomérats financiers et supervision financière

Les études empiriques cherchant à détecter les causes premières de l'intégration de la structure de supervision financière sont rares. Les auteurs (dont les pionniers sont Masciandaro, Freytag, Porta et Quintyn) se sont centrés sur l'examen d'un déterminant précis, celui de l'impact de l'implication de la Banque centrale sur le degré d'intégration du système de surveillance. Nous souhaitons faire de même en étudiant l'impact du développement des conglomérats financiers sur le niveau d'intégration de la supervision financière.

Dans ses plus récentes contributions, Masciandaro précise que la présence croissante de groupes financiers hétérogènes au sein des systèmes financiers nationaux constitue un motif de premier ordre de la concentration des autorités de contrôle. Nous partageons l'intérêt particulier porté à cette problématique. Pour autant, pourquoi cette relation n'a-t-elle pas été plus largement testée ? Ce lien est-il trop évident ou indéniable aux yeux de la communauté pour ne pas être vérifié de façon empirique ? Il convient de reconnaître que l'étude du lien entre intégration de la surveillance financière et présence grandissante des conglomérats financiers est dans les faits malaisée, et ce principalement pour des raisons d'ordre matériel. L'expérimentation de cette relation est difficile à mettre en œuvre du fait de l'indisponibilité, voire de l'absence totale de données relatives aux conglomérats financiers. La plupart des études portant sur les conglomérats financiers a été réalisée en utilisant des données relatives au système financier américain (exemple Berger, Demsetz et Strahan [1999]) ou sur un nombre très limité de pays tels que certaines nations européennes (voir par exemple Prast et van Lelyveld [2005] concernant les Pays-Bas ou Schüller [2004] pour l'Allemagne). Les analyses menées jusqu'à maintenant se sont surtout intéressées à des cas spécifiques. Elles n'ont été réalisées que pour une nation et n'ont évidemment pas permis de mettre en évidence des déterminants communs ou généraux. De plus, la conglomération financière est un phénomène récent dont le développement est loin d'être uniforme sur l'ensemble du globe, ce qui ne facilite guère l'obtention de données suffisamment exhaustives. Cela explique le manque de données.

Afin de pallier cet obstacle, nous avons retenu, comme *proxy*, un indicateur construit sur la base des opérations de fusions-acquisitions survenues au sein de chaque industrie financière nationale. Cette option ne permet toutefois d'appréhender qu'un des aspects de la diversification en cours au sein de l'industrie des services financiers, celui du phénomène de croissance externe des groupes financiers. Dès lors, les créations *ex nihilo* ainsi que les possibles démantèlements ou disparitions de conglomérats financiers sont exclus de l'analyse. Elles restent de toute façon relativement marginales à l'heure actuelle. Notons enfin que nous distinguons les opérations intra-sectorielles des opérations inter-sectorielles. Ces remarques préliminaires étant faites, précisons à présent les caractéristiques de la démarche empirique empruntée.

Le degré d'unification de la surveillance financière constitue la variable expliquée du modèle. Toutefois, cette variable n'est pas mesurable en tant que telle. Il convient de la créer. Masciandaro (2004) a élaboré un indicateur de concentration des autorités financières (« *FAC*²² *index* » ou « *FSU*²³ *index* ») servant de mesure au degré d'unification de la surveillance financière. Nous l'avons repris à notre compte. Cet indicateur se fonde sur l'analyse de l'organisation de la surveillance financière, à savoir comment et surtout combien d'autorités sont affectées à la supervision des trois secteurs financiers traditionnellement retenus (banque, assurance, titres). Pour convertir cette information qualitative en indicateur quantitatif, une valeur numérique est assignée à chaque type de structure reflétant le nombre d'autorités impliquées. La valeur numérique la plus forte est allouée au système de supervision dont le degré d'unification est maximal (correspond au cas où une seule et même agence contrôle l'ensemble de l'industrie financière) et *vice versa*. Le tableau n°1 synthétise la typologie arrêtée par Masciandaro pour l'indicateur FAC.

Tableau n°1 : Présentation de la classification du degré d'intégration de la surveillance

<i>Indicateur FAC</i>	<i>Structure de surveillance</i>
7	Une seule et même autorité pour l'ensemble du système financier
5	Structures marquées par la présence de deux autorités de contrôle ²⁴ : <ul style="list-style-type: none"> • une même autorité pour banque et titre et une autre pour l'assurance • une même autorité pour banque et assurance et une autre pour les titres
3	
1	Présence de trois autorités spécialisées

Comme le reconnaît Masciandaro, cet indicateur est loin de rendre compte de l'ensemble des aspects qualitatifs des structures de surveillance existantes. Ces dernières possèdent des traits spécifiques difficilement intégrables dans un indice aussi synthétique. Il peut toutefois bénéficier d'une modification souple dans le sens où il est possible de lui faire prendre en considération les situations dans lesquelles un même secteur est supervisé par plus d'une autorité de tutelle. Ainsi, l'indice se trouve augmenté d'une unité dans le cas où la structure nationale de surveillance est marquée par la présence de deux autorités pour un même secteur et l'une d'elles possède déjà la responsabilité d'un autre secteur. *A contrario*, une unité est soustraite de l'indicateur lorsque la structure organisationnelle se caractérise par l'existence de deux autorités pour un même secteur sans toutefois que l'une d'elles ne soit responsable d'un autre secteur. Cette procédure étant appliquée au groupe des neuf pays retenus pour l'analyse, on obtient ce qui suit :

²² « *financial authorities concentration* ».

²³ « *financial supervision unification* ».

²⁴ Masciandaro justifie la différenciation entre ces deux sous-catégories simplement par le fait que les rapprochements entre banques et maisons de titres dominant toutes les autres interpénétrations possibles, telles que banque-assurance ou maison de titres-assurance.

Tableau n°2 : Application de l'indicateur FAC au groupe de pays retenu pour l'analyse

	<i>Secteur bancaire</i>	<i>Secteur des titres</i>	<i>Secteur assurantiel</i>	<i>Indice FAC</i>
<i>Allemagne</i> ²⁵	U, CB	U	U	6
<i>Belgique</i> ²⁶	U	U	U	7
<i>Espagne</i> ²⁷	CB	S	I	1
<i>France</i> ²⁸	B, CB	B, S	I	1
<i>Italie</i> ²⁹	CB, S	CB, S	I	2
<i>Royaume-Uni</i> ³⁰	U	U	U	7
<i>Pays-Bas</i> ³¹	CB, S	CB, S	CB, S	2
<i>Canada</i> ³²	BI	G	BI	3
<i>Japon</i> ³³	U, CB	U	U	6

NB : U pour autorité unifiée, CB pour Banque centrale, B pour autorité bancaire, I pour autorité assurantielle, S pour autorité mobilière et G pour autorité gouvernementale.

Remarque : les Etats-Unis n'ont pas été retenus dans cet échantillon de pays, et ce pour principalement pour deux raisons. Tout d'abord à cause de la valeur des opérations de fusions-acquisitions survenues au sein de l'industrie financière américaine, qui est telle qu'elle aurait été susceptible de perturber l'analyse. Ensuite, parce que ce pays se distingue des autres par l'existence d'une architecture de supervision singulière. Elle repose en effet sur la coexistence d'un très grand nombre d'autorités de contrôle de nature tant fédérale qu'étatique, ce qui risquerait d'altérer les résultats de l'étude.

Source : Masciandaro (2006), ajout de commentaires personnels.

²⁵ Depuis 2002, l'Allemagne a adopté le modèle intégré de surveillance en instaurant la BaFin. Cette autorité supervise les banques, les compagnies d'assurance et les compagnies d'investissement. Elle assure également la stabilité et le bon fonctionnement du marché financier. La Bundesbank demeure toutefois impliquée dans la surveillance bancaire. Cela explique pourquoi l'indice FAC n'est pas maximal.

²⁶ Depuis 2004, la Belgique s'est, elle aussi, dotée d'une autorité unique de surveillance, la Commission bancaire, financière et des assurances, qui a le pouvoir de réguler et de superviser les institutions de crédit, les firmes d'investissement, les marchés, les compagnies d'assurance et les fonds de pension.

²⁷ La surveillance financière espagnole est organisée selon le modèle sectoriel. La Banque centrale est responsable de la surveillance prudentielle des établissements bancaires. La Commission nationale des valeurs de marchés est responsable de la supervision des intermédiaires opérant sur les marchés. Une troisième autorité existe et contrôle l'activité assurantielle.

²⁸ En France, la structure de surveillance a été réformée en 2003 avec la loi sur la sécurité financière et a donné naissance à l'Autorité des Marchés Financiers, résultat de la fusion de trois autorités qui existaient précédemment : à savoir, la Commission des Opérations de Bourse, le Conseil des Marchés Financiers et le Conseil de Discipline de la Gestion Financière. Toutefois, la structure de surveillance prudentielle des entreprises bancaires et d'investissement n'a pas été amendée puisque cette tâche demeure du ressort de la commission bancaire. Les compagnies d'assurance sont supervisées par l'Autorité de Contrôle des Assurances et des Mutuelles.

²⁹ En Italie, quatre corps de régulation et de supervision sont à distinguer : la Banque centrale, la CONSOB pour la Bourse, l'ISVAP pour les activités assurantielles et la COVIP pour les fonds de pension.

³⁰ Au Royaume-Uni, la « *Financial Services Authority* » constitue l'unique superviseur du secteur financier depuis 1997. C'est un corps indépendant entièrement financé par l'industrie des services financiers. Elle est toutefois responsable devant le ministre du Trésor.

³¹ Les Pays-Bas ont opté pour le modèle « *Twin Peaks* » depuis 2004 lors de la réforme institutionnelle. Une distinction est ainsi faite entre d'un côté la surveillance prudentielle et de l'autre la surveillance de la conduite des activités. La Banque centrale qui a fusionné avec l'Autorité assurantielle est responsable de la surveillance prudentielle des institutions financières alors que l'AFM vérifie la bonne conduite et la transparence des activités.

³² Depuis 1987, le Canada est doté d'une agence principale pour la surveillance financière (« *Office of the Superintendent for Financial Institutions* », OSFI). C'est une agence autonome. La justification à sa création a trait au fait que le secteur financier est hautement concentré. Il faut également noter l'existence de deux niveaux de surveillance : l'un fédéral et l'autre provincial.

³³ Le Japon, suite à des scandales financiers répétés lors de la décennie quatre-vingt-dix, a pris exemple sur le Royaume-Uni et a instauré une FSA en 2000, à la différence près que la Banque centrale demeure encore un acteur de la surveillance bancaire.

Avant de continuer, il semble opportun de concéder que cet indicateur, comme n'importe quelle donnée construite, comporte des limites. Divers aspects constituant les structures de surveillance sont ainsi omis. La nature même des autorités impliquées dans la surveillance n'est ainsi pas prise en considération. Par le terme de nature, il faut surtout entendre la nature légale, à savoir si les agences de contrôle sont publiques ou bien privées. Le tableau précédent révèle pourtant qu'un certain nombre de pays ont choisi de laisser tout ou partie de la supervision des activités bancaires, ou autres, à leur Banque centrale. L'indicateur ne tient pas compte de la nature légale des autorités de contrôle ni de leurs relations avec le système politique. Le degré d'indépendance et/ou le niveau de responsabilités des autorités de tutelle vis-à-vis du pouvoir politique ne sont pas retenus dans la composition de l'indicateur FAC.

Une variable de contrôle et quatre variables explicatives vont être retenues pour cette analyse. La variable de contrôle est de type qualitatif tout comme la variable expliquée. C'est la variable mesurant le degré d'implication de la Banque centrale dans la supervision financière, elle aussi déterminée par Masciandaro (2004) et dénommée CBFA pour « *Central Bank as Financial Authority* ». Cet indicateur est égal à 1 dans le cas où la Banque centrale n'est responsable d'aucun secteur, à 2 si elle a la seule responsabilité du secteur bancaire, à 3 si elle supervise deux secteurs dont le secteur bancaire et enfin à 4 si elle contrôle les trois secteurs.

Tableau n°3 : Implication de la Banque centrale dans la surveillance financière pour chacun des pays retenus

	<i>Indice CBFA</i>
<i>Allemagne</i>	1
<i>Belgique</i>	1
<i>Espagne</i>	3
<i>France</i>	3
<i>Italie</i>	3
<i>Royaume-Uni</i>	1
<i>Pays-Bas</i>	3
<i>Canada</i>	1
<i>Japon</i>	1

Source : Masciandaro (2006).

Comment tester empiriquement l'incidence de l'émergence d'acteurs financiers trans-sectoriels sur le degré d'unification de la structure de surveillance ? Afin d'évaluer ce lien, il faut estimer un modèle de probabilité d'adoption des différentes structures organisationnelles comme étant fonction de cette variable. L'adoption de la structure de surveillance est considérée comme le résultat d'une variable non observée ou latente³⁴, le degré optimal d'unification de la surveillance financière. Au vu des caractéristiques de l'indicateur FAC, il faut recourir à un modèle à variable expliquée qualitative polytomique puisque celle-ci recouvre plus de deux modalités. De surcroît, les valeurs prises par la variable expliquée multinomiale suivent un ordre précis car hiérarchisé ce qui marque son caractère ordonné. Un modèle multinomial ordonné³⁵ va donc être utilisé pour réaliser cette analyse.

³⁴ Dans un modèle multinomial, il n'est pas nécessaire de donner un nom ou d'expliquer réellement ce qu'est la variable latente. Peu importe ce qu'elle représente, ce qui compte c'est de supposer que c'est une variable continue qui affecte la variable polytomique observée. Le fait de nommer la variable latente permet simplement de faciliter la justification économique du choix des variables explicatives.

³⁵ Voir Wooldridge (2002).

Soit y la variable observée, c'est-à-dire le degré d'unification de la supervision. Le modèle ordonné de la variable observée y , conditionné par un vecteur de variables explicatives x peut être déduit du modèle de la variable latente y^* . On suppose que la variable non observée est déterminée par :

$$y_i^* = x_i \beta + \varepsilon_i \quad (1)$$

où ε marque une perturbation aléatoire non corrélée et β est le vecteur de paramètres.

L'interrogation principale est de savoir si la présence croissante de groupes financiers multispécialisés au sein des systèmes financiers tend à affecter le degré d'unification de la surveillance.

Concernant les autres variables explicatives du degré d'unification de la surveillance retenues, il nous faut évaluer les hypothèses générales suivantes :

- L'implication de la Banque centrale dans la surveillance financière a-t-elle vraiment une répercussion sur le niveau d'unification de la structure de surveillance ? Si tel est le cas, quel est le sens de cette incidence ? Les précédents travaux ont démontré l'existence d'une relation inverse entre les deux. L'intégration de la structure de surveillance s'accompagne en règle générale d'une implication faible de la Banque centrale en matière de supervision des activités financières.
- La taille de l'économie influence-t-elle le choix de concentration de la structure organisationnelle ? L'analyse descriptive a montré que les petits pays semblaient être très enclins à l'adoption d'un modèle unifié de surveillance. Est-ce réellement le cas ?
- De la même façon, le taux de désintermédiation ou degré de marchandisation peut-il constituer un déterminant de l'adoption d'un modèle unifié de surveillance ? Il est attendu un lien positif entre l'adoption d'une structure intégrée de la surveillance financière et le niveau d'intermédiation. Le développement de la finance directe conduit à une certaine convergence de l'activité des intermédiaires financiers, favorable à l'adoption d'une structure unifiée de surveillance.

L'équation à tester est telle que :

$$(FAC)_{it} = \beta_1(CBFA)_{it} + \beta_2(PIB)_{it} + \beta_3(mcap)_{it} + \beta_4(vfanat_intra)_{it} + \beta_5(vfanat_inter) + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

avec pays $i = 1, \dots, 9$ et années $t = 1985, \dots, 2005$, et où les variables de contrôle et les variables explicatives choisies sont telles que :

- CBFA sert d'indicateur du rôle tenu par la Banque centrale dans la surveillance financière, et a été précédemment défini ;
- PIB³⁶ déflaté pour produit intérieur brut est une variable quantitative indiquant la taille de l'économie ;

³⁶ Source Eurostat.

- mcap pour capitalisation boursière³⁷ corrigée de l'évolution du prix des actifs financiers et rapportée au PIB, est une variable quantitative qui sert à mesurer le degré de marchandisation du système financier considéré³⁸ ;
- vfanat_intra³⁹ est une variable quantitative cumulée qui mesure le montant des opérations de fusions-acquisitions de nature intrasectorielle survenues entre des intermédiaires financiers de même nature à l'intérieur d'un pays (les firmes acquéreuses et cibles ont la même nationalité). Cette variable permet d'appréhender le phénomène de concentration qui s'est produit et se poursuit au sein de l'industrie des services financiers. Ce phénomène peut être considéré comme un indicateur avancé du mouvement de conglomération. En effet, il est largement admis dans la littérature l'idée selon laquelle le phénomène de concentration a précédé celui de la conglomération.
- vfanat_inter⁴⁰ est une variable quantitative cumulée servant à mesurer, cette fois-ci, le montant des opérations de fusions-acquisitions de nature intersectorielle survenues entre des intermédiaires financiers de nature différente mais appartenant toujours au même espace national.

A propos des deux variables explicatives mentionnées ci-dessus à savoir vfanat_intra et vfanat_inter, il paraît important d'énoncer deux remarques :

1. Le choix de cumuler les valeurs prises par cette variable s'explique tout simplement par la prise en compte du phénomène de vague caractérisant généralement les opérations de fusions-acquisitions. Les vagues se définissent comme des périodes d'intensification soudaines et concentrées dans le temps de l'activité de restructuration et sont couramment suivies de phases d'accalmie marquées par un volume moindre des opérations. Ce volume moindre n'engendre toutefois pas de modification au niveau de la structure organisationnelle de la surveillance financière qui demeure stable sur la durée.
2. Les opérations de fusions-acquisitions transnationales ont été délibérément exclues de l'analyse pour des raisons de simplicité. De plus, la réflexion menée n'est centrée que sur l'architecture de surveillance financière à l'échelon domestique et n'envisage par conséquent pas la possibilité que la supervision puisse être organisée à un autre niveau.

³⁷ Source Datastream.

³⁸ Masciandaro avait, pour sa part, défini cette variable comme la mesure de la taille du système financier. Par conséquent, il attendait une relation négative entre cette variable et le degré d'unification de la structure de la surveillance financière.

³⁹ Source Thomson Financial, SDC Platinum, M&A. Le montant des opérations de fusions-acquisitions a également été corrigé de l'évolution du prix des actifs financiers. Voir graphiques situés en annexe.

⁴⁰ Idem.

Tableau n°4 : Synthèse des résultats économétriques⁴¹

		Estimation Ordered Logit	Estimation Ordered Probit
PIB	coefficient	-0,6087	-0,3359
	écart-type	0,2257	0,1299
	P>z	0,007***	0,010**
CBFA	coefficient	-0,5025	-0,2432
	écart-type	0,1711	0,0936
	P>z	0,003***	0,009***
mcap	coefficient	-0,5426	-0,3259
	écart-type	0,2417	0,1398
	P>z	0,025**	0,020**
vfanat_intra	coefficient	0,5982	0,3517
	écart-type	0,1081	0,0659
	P>z	0,000***	0,000***
vfanat_inter	coefficient	0,6447	0,3793
	écart-type	0,1318	0,0776
	P>z	0,000***	0,000***
Nombre d'observations		180	180
Ratio de vraisemblance : χ^2		72,63	72,16
Prob> χ^2		0,0000	0,0000
Log vraisemblance		-205,766	-206,003
Pseudo R ²		0,1500	0,149

Avec *** significatif au seuil de 1%, ** significatif au seuil de 5%, *significatif au seuil de 10%.
(Résultats obtenus à l'aide du logiciel Stata)

Les résultats obtenus confortent ceux déjà mis en évidence dans les autres analyses.

Ainsi, l'effet des variables PIB et CBFA sur la variable expliquée FAC est similaire à celui démontré par Masciandaro. Les relations entre la taille de l'économie et le degré d'intégration de la structure de surveillance d'une part, entre le degré d'implication de la Banque centrale au niveau de la supervision financière et le niveau d'unification de l'architecture de surveillance d'autre part, sont significativement négatives. La probabilité d'avoir une structure intégrée de surveillance financière est plus élevée lorsque la taille de l'économie est petite et/ou lorsque la Banque centrale est faiblement impliquée dans la supervision financière. L'existence d'une relation négative entre la variable mcap, à savoir le degré de marchandisation et le degré d'unification de la structure de surveillance apparaît également et tend à aller dans la même direction que les résultats obtenus par Masciandaro et Quintyn (2008). La probabilité d'avoir une structure intégrée de surveillance financière semble plus élevée lorsque le degré de marchandisation est

⁴¹ Le choix a été de retranscrire à la fois les estimations du modèle Logit et celles du modèle Probit. Il n'existe que peu de différence entre les deux. La différence majeure tient à la fonction de répartition. La question du choix entre ces deux modèles ne présente que peu d'importance. En règle générale, ils donnent des résultats relativement similaires. Il convient de plus d'être prudent quant à la comparaison directe des deux modèles. Les valeurs estimées des paramètres par chacun ne sont pas directement comparables puisque les variances des lois logistique et normale réduite ne sont pas identiques.

Rappelons également que seuls les signes des coefficients sont interprétables : ils permettent simplement d'indiquer si la variable associée influence à la hausse ou à la baisse la probabilité de l'événement considéré. Les valeurs numériques des estimations n'ont donc pas d'interprétation économique directe.

faible, autrement dit lorsque le système financier national se caractérise par une finance intermédiée développée. Masciandaro interpréterait ce résultat d'une manière différente de la nôtre. En effet, il considère cette variable de contrôle comme la mesure de la taille du système financier national. Dans ce cadre, la conclusion serait la suivante : la probabilité d'avoir une structure intégrée de surveillance financière apparaît plus forte lorsque le système financier national est de petite taille.

Les autres résultats mis en lumière concernent la question centrale de ce travail, à savoir existe-t-il un lien positif et significatif entre le mouvement de restructuration intervenu au sein de l'industrie financière (marqué avant tout par le décloisonnement des activités financières) et le mouvement d'unification de la structure de supervision financière ? Les résultats obtenus permettent d'affirmer l'existence d'une relation positive et significative entre ces deux phénomènes. Ainsi, la probabilité d'avoir une structure intégrée de surveillance financière apparaît plus forte lorsque le système financier national se caractérise par d'importantes opérations de fusions et acquisitions. Le recours aux variables *vfanat_intra* et *vfanat_inter* permet de distinguer l'influence de deux effets distincts mais complémentaires que sont, d'une part, le phénomène de concentration et, d'autre part, celui de diversification. Ainsi, la restructuration des industries des services financiers nationales a connu deux phases relativement disjointes : les acteurs financiers ont tout d'abord voulu renforcer leur position sur leur propre marché au travers de la recherche d'une taille suffisante afin de les mettre à l'abri de toute attaque (ce qui est particulièrement pour les banques) puis, une fois la taille critique atteinte, la diversification et la déspecialisation ont constitué l'unique moyen pour continuer à croître et c'est pourquoi les opérations de fusions-acquisitions intersectorielles ont pu se développer. Le lien positif reliant la variable *vfanat_inter* et l'indice FAC est tout à fait cohérent avec l'intuition initiale. En revanche, l'interprétation du lien entre la variable *vfanat_intra* et ce même indice FAC est plus délicate. En effet, à première vue, les opérations de fusions-acquisitions intrasectorielles n'induisent qu'une concentration des acteurs au sein de chaque secteur composant l'industrie financière et n'impliquent dès lors pas l'unification de la structure de surveillance financière. Cependant, ces opérations constituent un préalable indispensable à tout mouvement de diversification ou de déssegmentation et, par conséquent, il est rationnel d'admettre l'existence d'une relation positive et significative entre les variables FAC et *vfanat_intra*.

Bien que le résultat attendu ait été obtenu, il nous paraît opportun d'admettre que cette analyse comporte des limites et nécessiterait par conséquent des améliorations et ce, particulièrement sur les deux points suivants :

- L'existence d'un possible décalage entre la mutation du système financier marqué par le développement des conglomérats financiers et la transformation des structures de contrôle est entièrement omise. Or, les systèmes politique et législatif se caractérisent par une forte inertie qui n'est pas sans conséquences sur la prise de décision. Dès lors l'introduction de retards dans le modèle pourrait constituer une piste de recherche en vue de vérifier et d'améliorer la pertinence des résultats.
- La nouvelle variable explicative introduite dans cette étude est loin d'être exemplaire. En effet, elle ne reflète sans doute que de manière trop imparfaite l'impact du phénomène de conglomération financière sur le choix de telle ou telle architecture de surveillance financière. Néanmoins, elle constitue pour l'instant l'une des rares alternatives permettant l'étude de cette relation.

Conclusion

Avant de chercher à examiner les conséquences ou les effets de l'adoption de telle ou telle structure de surveillance en termes à la fois d'efficacité et d'efficience, il paraît primordial d'arrêter avec plus ou moins de certitude une liste des principaux déterminants concourant à la création d'une autorité financière unique. Le déficit d'expérience et de recul en la matière exclut pour le moment toute recherche. L'identification des causes premières ou majeures est toutefois loin de constituer une tâche facile. L'indisponibilité des données forme un des obstacles majeurs à cet exercice. De plus, comme cela a déjà été précisé, il est impossible de pouvoir apprécier toutes les dimensions expliquant l'adoption d'une structure intégrée de surveillance. En effet, il n'est pas pensable de pouvoir tout transposer en langage économique, il existe des éléments intraduisibles. Tel semble être le cas du facteur politique qui ne peut être pris dans toute son étendue. L'attention a été volontairement portée sur le rôle habituellement donné aux conglomérats financiers, voire plus globalement au phénomène de décloisonnement dans la création d'une autorité unique de surveillance financière. L'étude réalisée démontre que les transformations structurelles de l'industrie des services financiers constituent une des causes principales de la mutation de la structure organisationnelle de la supervision financière au même titre que les facteurs précédemment identifiés dans d'autres études.

Annexes

❖ Matrice des corrélations

	FAC	CBFA	PIB	mcap	vfanat_intra	vfanat_inter
FAC	1,0000					
CBFA	-0,3079	1,0000				
PIB	0,2743	-0,3191	1,0000			
mcap	0,3188	-0,1839	0,219	1,0000		
vfanat_intra	0,5904	-0,1420	0,6413	0,3733	1,0000	
vfanat_inter	0,5710	-0,1007	0,1433	0,5591	0,3786	1,0000

❖ Tableau descriptif de la variable FAC

FAC	Effectif	Fréquence	Cumulé
0	12	6.35	6.35
1	112	59.26	65.61
2	23	12.17	77.78
3	21	11.11	88.89
6	10	5.29	94.18
7	11	5.82	100.00
Total	189	100.00	

❖ Tableau descriptif de la variable CBFA

CBFA	Effectif	Fréquence	Cumulé
1	105	55.56	55.56
3	84	44.44	100
Total	189	100.00	

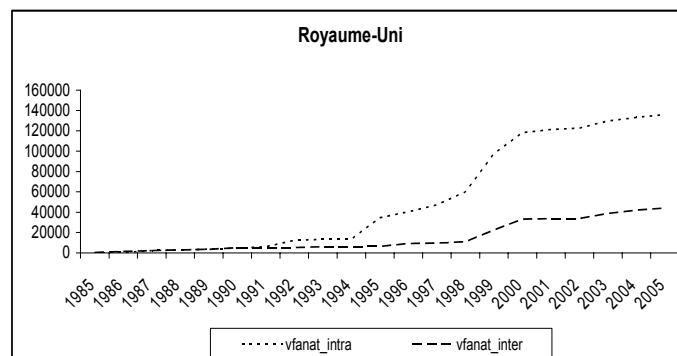
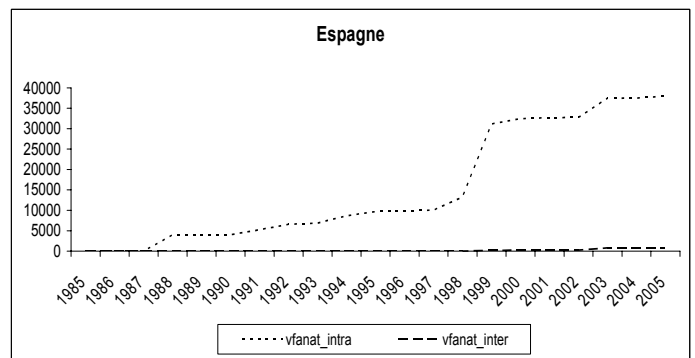
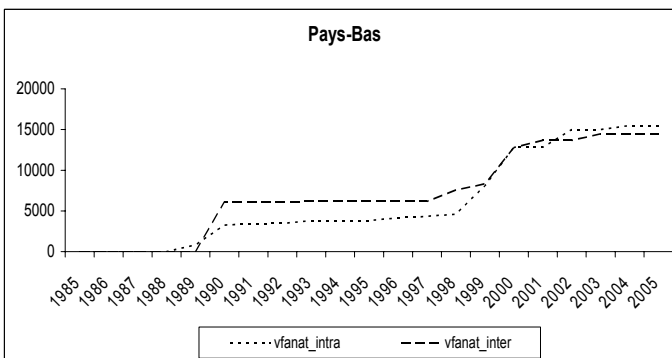
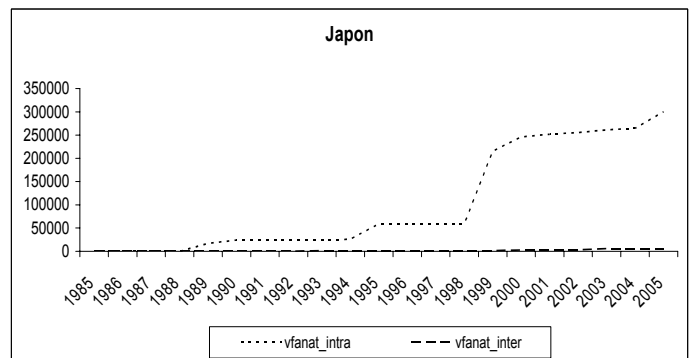
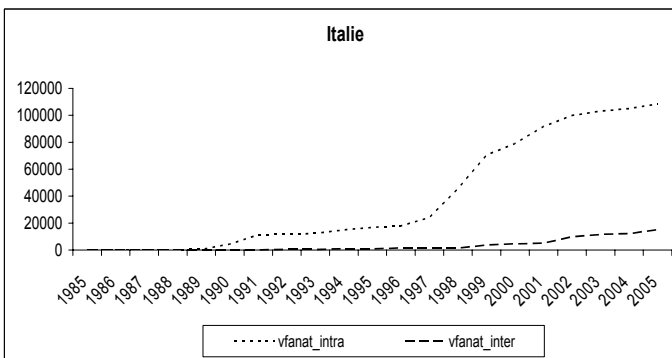
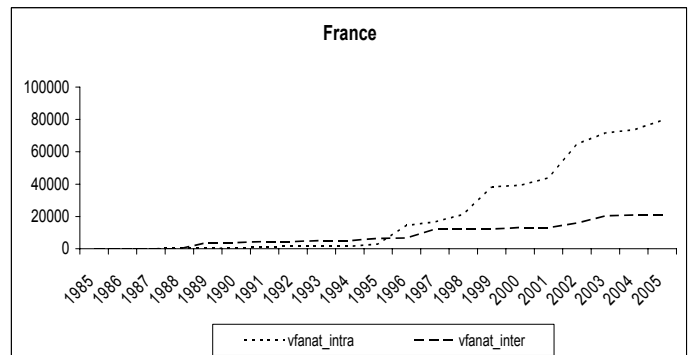
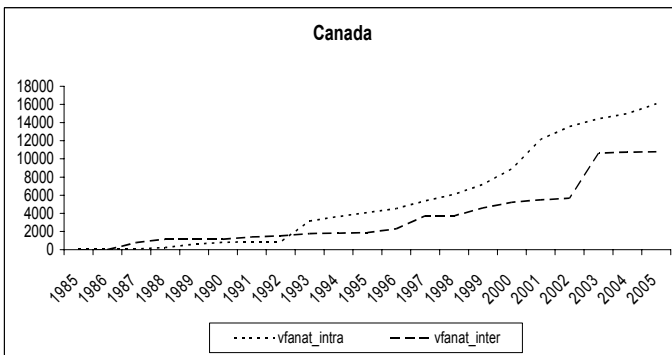
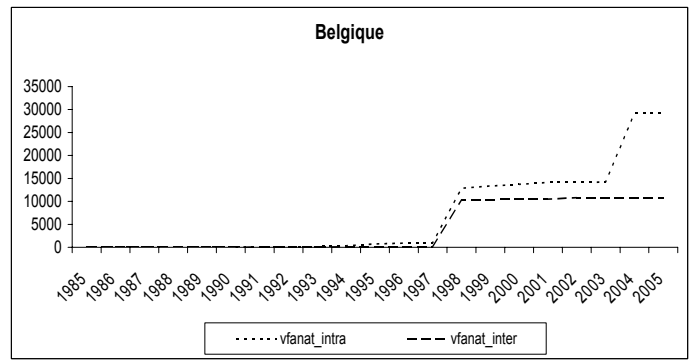
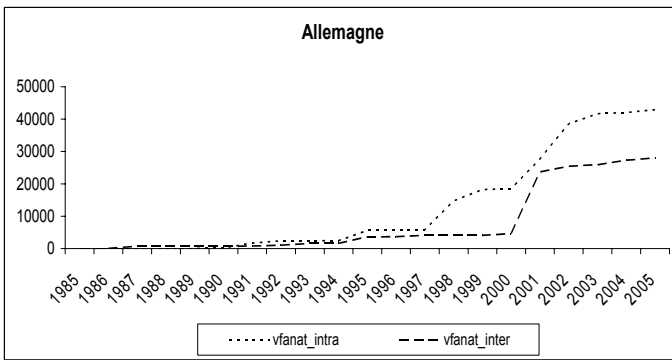
❖ Tableau descriptif des variables FAC et CBFA

FAC	CBFA		Total
	1	3	
0	12	0	12
1	51	61	112
2	0	23	23
3	21	0	21
6	10	0	10
7	11	0	11
Total	105	84	189

❖ Tableau descriptif des variables retenues pour l'analyse

	Observ.	Moyenne	Ecart-type	Min	Max
FAC	189	1.89418	1.807025	0	7
PIB	189	1 225 411	1 140 720	79 667.91	5 250 285
CBFA	189	1.888889	0.9964476	1	3
mcap	189	0.4844364	0.3793361	0.0257027	1.902944
vfanat_intra	189	29 344.86	54 145.85	0	300 418.1
vfanat_inter	189	5 746.792	8 401.249	0	44 073.42

❖ Graphiques des montants cumulés des opérations de fusions-acquisitions (exprimés en M\$)



Références

- ABRAMS R.K et TAYLOR M.W (2000) « Issues in the Unification of Financial Sector Supervision », in IMF Working Paper 00/213.
- BCE (2006) « Recent Developments in Supervisory Structures in EU and Acceding Countries », October 2006.
- BERGER A., DEMSETZ R. et STRAHAN P. (1999) « The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future », in Journal of Banking and Finance n°23.
- BRIAULT C. (1999) « The rationale for a single national financial services regulator », in FSA Occasional Paper, May 1999.
- CARMICHAEL J., FLEMING A. et LLEWELLYN D. (2004) *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, World Bank Institute, WBI Learning Resources Series.
- CIHAK M. et PODPIERA R. (2006) « Is one Watchdog Better than three? International Experience with Integrated Financial Sector Supervision », IMF Working Paper n°06/57.
- De FERRARI L.M et PALMER D.E (2001) « Supervision of Large Complex Banking Organisations », in Federal Reserve Bulletin 87.
- FREYTAG A. et MASCIANDARO D. (2005a) « Financial Supervision Fragmentation and Central Bank Independence: The Two Sides of the Same Coin? », in University of Lecce Economics Working Paper n°76/37.
- FREYTAG A. et MASCIANDARO D. (2005b) « Financial Supervision Unification and Central Bank Independence: is there any trade off? ».
- GOODHART C. (2000) « The Organisational Structure of Banking Supervision », Financial Stability Institute, BIS.
- GOODHART C. (2004) « Financial Supervision from an Historical Perspective: Was the Development of Such Supervision Designed, or largely Accidental? », Conference on the Structure of Financial Regulation, Bank of Finland, Mimeo.
- HAWKESBY C. (2000) « The Institutional Structure of Financial Supervision: A Cost-Benefit approach », paper prepared for the conference on « Rules, Incentives and Sanctions: Enforcement in Financial Regulation », London School of Economics, 26 May 2000.
- HERRING R. et CARMASSI J. (2008) « The Structure of Cross-Sector Financial Supervision », Financial Markets, Institutions & Instruments, vol. 17, issue 1, p51-76.
- KAMMEL A. (2006) « Supervision and Regulation of Financial Institutions in Europe: a Way to Prevent Financial Crisis? », GARNETT Conference 2006.
- KAUFMANN D., KRAAY A. et MASTRUZZI M. (2003) « Governance Matters III: Governance Indicators 1996-2002 », World Bank Policy Research Department Working Paper.
- LA PORTA R., LOPEZ DE SILANES F., SHLEIFER A. et VISHNY R.W. (1998) « Law and Finance », Journal of Political Economy, vol 106, n°6, p1113-1155.
- LLEWELLYN D. (2003) « Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision : the Basic Issues », paper presented at World Bank seminar *Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington DC, 4-5 December 2003.
- LLEWELLYN D. (2006) « Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision : the Basic Issues », paper presented at a World Bank Seminar *Aligning Supervisory Structures with Country Needs*, Washington DC, 6 and 7 June, 2006.
- De LUNA MARTINEZ J. et ROSE T.A (2003) « International Survey of Integrated Financial Sector Supervision », World Bank Policy Research Working Paper 3096, July 2003.
- MASCIANDARO D. (2004a) « Unification in Financial Sector Supervision: The Trade Off Between Central Bank and Single Authority », in Journal of Financial Regulation and Compliance, vol 12, n°2, p 151-169.
- MASCIANDARO D. (2004b) « Central Banks or Single Financial Authorities ? A Political Economy Approach », in University of Lecce Economics Working Paper n°47/25.
- MASCIANDARO D. (2005a) « Financial Supervision Unification and Central Bank Fragmentation Effect », in University of Lecce Economics Working Paper n°74/35.
- MASCIANDARO D. (2005b) *Handbook of Central Banking and Financial Authorities in Europe: new architectures in the supervision of financial markets*, Edward Elgar Publication.

- MASCIANDARO D. (2006a) « E Pluribus Unum? Authorities' Design in Financial Supervision: Trends and Determinants », in *Open Economies Review* 17, p73-102.
- MASCIANDARO D. (2006b) « Divide et Impera : Financial Supervision Unification and Central Bank Fragmentation effect », in *European Journal of Political Economy*, disponible sur www.ceistorvergata.it/conferenze&convegni/banking&finance/XIV_conference/Papers/luned%C3%AC/Regulation%20and%20financial%20mkt%20I/Masciandaro_EJPE.pdf
- MASCIANDARO D. (2006c) « Determinants of Financial Supervision Regimes: markets, institutions, politics, law or geography ? », disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=957050
- MASCIANDARO D. (2006d) « Reforms of Financial Supervision Regimes and Central Banks: Exploring the Nexus », paper presented at the conference « Macro Prudential Supervision: Challenges for Financial Supervisors » organized by the International Monetary Fund and the Korean Financial Supervisory Services/Financial Supervisory Commission, Seoul, November 7-8 2006.
- MASCIANDARO D. (2007) « Politicians and Financial Supervision Unification outside the Central Bank: Why do They do it? », disponible sur http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081567
- MASCIANDARO D. et PORTA A. (2004) « Single Authority in Financial Markets Supervision : Lessons for EU Enlargement », disponible sur www.uni-bocconi.it/doc_mime_view.php?doc_id=22270&doc_seq_id=1
- MASCIANDARO D. et QUINTYN M. (2008) « Helping Hand or Grabbing Hand? Supervisory Architecture, Financial Structure and Market View », IMF Working Paper WP/08/47.
- MWENDA K.K (2006) *Legal Aspects of Financial Services Regulation and the Concept of a Unified Regulator*, The World Bank, Law, Justice and Development Series.
- OCDE (2003) « Supervision of financial services in the OECD area », disponible sur www.oecd.org/dataoecd/29/27/1939320.pdf
- PADOA-SCHIOPPA T. (2003) « Financial Supervision: Inside or Outside central banks? », in *Financial Supervision in Europe*, edited by Kremers J., Schoenmaker D. et Wierts P.
- PRAST H. et Van LELYVELD I. (2005) « New Architecture in the Regulation and Supervision of Financial Markets and Institutions: the Netherlands », in *New Architectures in the Supervision of Financial Markets and Institutions*, MASCIANDARO D., Edward Elgar Publishers.
- QUINTYN M. et TAYLOR M. (2006) « Aligning Supervisory Structures with Country Needs in Small Open Economies: The Case of Sub Saharan Africa », IMF.
- SCHÜLER M. (2004) « Integrated Financial Supervision in Germany », Centre for European Economic Research, Discussion Paper n°04-35.
- TAYLOR M. et FLEMING A. (1999) « Integrated Financial Supervision: Lessons of Scandinavian Experience », in *Finance&Development* vol 36 n°4, p42-45.
- Van der ZWET A. (2003) « The Blurring of distinctions between financial sectors: Fact or Fiction? », in *Occasional Studies* vol 1 n°2, De Nederlandsche Bank.
- WILMARTH A. (2001) « How should we respond to the growing risks of financial conglomerates? », The George Washington University Law School, Public Law and Legal Theory Working Paper n°034.
- WOOLDRIDGE J.M (2002) *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, MIT Press Cambridge MA.