



Via Po, 53 – 10124 Torino (Italy)  
Tel. (+39) 011 6704043 - Fax (+39) 011 6703895  
URL: <http://www.de.unito.it>

## WORKING PAPER SERIES

### LA STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO IN CINA

Lino Sau

Dipartimento di Economia "S. Cagnetti de Martiis"

Working paper No. 07/2008



Università di Torino

# LA STRUTTURA DEL SISTEMA FINANZIARIO IN CINA

Lino Sau

Dipartimento di Economia

Via Po, 53

Università di Torino

e-mail: lino.sau@unito.it

*Versione provvisoria (12/07).*

Questo lavoro è stato svolto nell'ambito del *Progetto Vittorio Alfieri 06/07 "Le due potenze economiche emergenti dell'Asia (Cina ed India)"*. Si ringrazia la Fondazione CRT per il sostegno finanziario, Gianni Balcet, Mario Deaglio, Silvana Dalmazzone, Donatella Saccone, Vittorio Valli e tutti i partecipanti alla ricerca, per i suggerimenti e le utili e stimolanti discussioni.

JEL classification: G1, G21, G28

Keywords: Financial Systems, Financial Market Development, Banking.

## Premessa

La forte crescita economica della Cina, iniziata con la realizzazione delle prime riforme nel 1979 e tutt'ora in atto, sta attirando un crescente interesse da parte sia degli studiosi che dei policy makers. Numerosi sono infatti i lavori che hanno per oggetto l'analisi del 'decollo' e dello sviluppo del colosso asiatico (cfr. Sachs-Woo, 1997). Tuttavia, a fronte di questa imponente letteratura che si è concentrata soprattutto sulla 'sfera reale', i contributi che hanno indagato la "sfera finanziaria" e soprattutto la struttura del suo sistema finanziario, sono ancora relativamente scarsi (cfr. Boyreau-Debray e Jin-Wei, 2005). I recenti contributi di Allen et al. (2002; 2005; 2007) risultano quindi essere particolarmente importanti e costituiscono, ad oggi, un *benchmark* per analizzare il sistema finanziario in Cina. Secondo l'analisi condotta in questi lavori l'economia cinese costituirebbe un vero e proprio *puzzle*: pur avendo un sistema finanziario ancora non molto sviluppato e scarsamente *market-oriented*, essa ha infatti registrato tassi di crescita davvero impressionanti (cfr. FIG.1). Più in particolare, Allen e i suoi collaboratori enfatizzano correttamente il ruolo svolto dai canali di finanziamento *informali* - che si sarebbero in parte sostituiti a quelli tradizionali- nel favorire il forte sviluppo delle imprese appartenenti al cosiddetto *hybrid sector*<sup>1</sup> (non-state, non-listed firms).

Tenendo conto di queste osservazioni in questo lavoro si cerca di mostrare come la Cina presenti delle significative *specificità* anche per l'approccio *graduale* (i.e. "step by step") che ha seguito nell'attuazione delle riforme che hanno investito il

---

<sup>1</sup> Si tratta di un settore molto variegato essendo costituito da (cfr. Allen et al., 2007) : 1) imprese private *non quoted*, controllate sia da cittadini cinesi che da investitori di Taiwan o Hong Kong e da società o cittadini stranieri; 2) imprese *collettive*, dove la proprietà è spesso un *mix* tra pubblico (governo e istituzioni locali) e privato.

suo sistema finanziario<sup>2</sup>. Ciò risulta infatti in contrasto con la tradizionale terapia *shock* o “*big bang*” (cfr. McMillan-Naughton, 1992; Chen-Jefferson-Singh, 1992; McMillan, 1994; Stiglitz, 2002), adottata da altri paesi emergenti o in transizione<sup>3</sup>, sulla base di principi ispirati al cosiddetto Washington Consensus che, come noto, prescrivono l’introduzione immediata ed indiscriminata di sistemi *market-oriented* attraverso massicce liberalizzazioni e privatizzazioni.

L’analisi della *gradualità*, nell’attuazione delle riforme relative alla *struttura* finanziaria, consente di mettere in rilievo l’*evoluzione* e lo *sviluppo* di quest’ultima nel corso degli anni e di effettuare una *comparazione* la Cina con i sistemi cosiddetti “*bank-based*” e “*market-based*”. Come si cercherà di mostrare, pur avendo garantito fin’ora una certa *stabilità macroeconomica*, il processo di riforma del *sistema finanziario* cinese non ha però impedito che sorgessero problemi di *fragilità finanziaria* del settore bancario e di *corporate governance* per le imprese tali da poter minacciare, in assenza di adeguati interventi, la sostenibilità della crescita in futuro (cfr. OECD 09/2005; Yueh, 2004).

Il paper è così articolato: nel par. 1 si riprende la letteratura che ha studiato i *sistemi finanziari comparati*; nel par. 2 si considera l’origine e lo sviluppo delle riforme del sistema cinese mettendo in evidenza gli aspetti di *gradualità*; nel par. 3 si analizza l’*evoluzione* della *struttura del sistema finanziario* della Cina; nel par. 4 si considerano i problemi di *fragilità finanziaria* e di *corporate governance* relativi al sistema finanziario; nel par. 5 si traggono le conclusioni.

---

<sup>2</sup> Come noto, la *gradualità* ha caratterizzato buona parte delle riforme che hanno investito il sistema economico cinese (cfr. McMillan-Naughton, 1992).

<sup>3</sup> Si pensi alla Russia e ai paesi ex-socialisti dell’Europa centro-orientale.

## 1. La rilevanza della struttura finanziaria

Per *struttura finanziaria* si intende tradizionalmente il mix di strumenti, istituzioni e mercati che caratterizzano il *sistema finanziario* di un paese<sup>4</sup>. La considerazione di quest'ultimo diventa cruciale non appena ci si allontana dal “mondo ideale” di Arrow-Debreu<sup>5</sup> per analizzare una economia concreta caratterizzata da mercati incompleti, dalla presenza di ingenti costi di transazione e da informazione imperfetta ed asimmetrica tra *insiders* e *outsiders* alla impresa: tutti aspetti particolarmente evidenti soprattutto quando si considera un paese *emergente* e in *transizione* come la Cina<sup>6</sup>.

Allo scopo di limitare i problemi sopra ricordati il *sistema finanziario* svolge, come noto, diverse funzioni (Levine, 1997): mobilita il risparmio; consente la diversificazione e la suddivisione del rischio; produce e diffonde informazione; consente il monitoraggio dei managers e migliora la *corporate governance*; facilita l'investimento e l'innovazione. Dalla *struttura* del sistema finanziario dipende quindi sia l'*efficienza* nella allocazione delle risorse che la *stabilità* del sistema economico (cfr. Allen et al., 2004) e quindi la *crescita* di una economia<sup>7</sup>.

Come noto, la letteratura sui *sistemi finanziari comparati* è ancora oggi caratterizzata dalla presenza della classica *dicotomia* (cfr. Allen-Gale, 1999;

---

<sup>4</sup> Ciò è ancora vero nonostante il processo di forte globalizzazione avvenuto negli ultimi anni: dal punto di vista della struttura del sistema finanziario infatti molti paesi presentano ancora differenze sostanziali (cfr. Allen et al., 2004).

<sup>5</sup> In un mercato dei capitali perfetto la struttura finanziaria risulta irrilevante per le decisioni reali - come mostrato da Modigliani e Miller nel loro famoso teorema del 1958- inoltre, in tale contesto, il ruolo del sistema finanziario verrebbe soppiantato dall'azione degli stessi investitori (cfr. Campbell - Cracaw, 1980; Fazzari-Papadimitriou, 1992).

<sup>6</sup> Il grado di incertezza e le ‘imperfezioni’ presenti all'interno del sistema economico caratterizzano ovviamente sia i paesi sviluppati che quelli in via di sviluppo. Tuttavia, come si cercherà di mostrare riferendosi alla Cina, nel caso dei paesi emergenti questi aspetti sono particolarmente rilevanti soprattutto durante le prime fasi di sviluppo (Cfr. Mishkin, 1996; Sau, 2003).

<sup>7</sup> Esistono infatti modelli di crescita *endogena* che considerano il ruolo del sistema finanziario (cfr. Pagano, 1993)

Levine, 2002) che contrappone la *bank-based view* alla *market-based view*. Le due tipologie di *struttura finanziaria* sopra richiamate sarebbero infatti *alternative* avendo trovato applicazione in sistemi economici molto diversi tra loro, come Germania e Giappone (*bank-based systems*), da una parte, e Stati Uniti e Regno Unito (*market-based systems*), dall'altra.

I sostenitori della *bank-based view* enfatizzano, in particolare, come una economia monetaria<sup>8</sup> si sviluppi grazie soprattutto all'azione di *coordinamento* garantita dalla presenza di istituzioni, tra queste le aziende di credito rivestono un ruolo decisivo. Le banche svolgono infatti un ruolo *informativo* del tutto particolare e centrale (Stiglitz, 1985): esse sono i “contabili sociali”; svolgono l'attività di “*screening*” dei potenziali clienti e quella di “*monitoring*” nei confronti di coloro che ottengono credito; infine esse non solo *acquisiscono* ma altresì *producono* informazione<sup>9</sup>.

Le banche sarebbero quindi gli intermediari più efficienti nella allocazione delle risorse perchè, meglio di altri, consentono di minimizzare i costi dovuti alla presenza di asimmetria informativa (i.e. il contratto di debito standard è ottimale; cfr. Diamond, 1991).<sup>10</sup>

I fautori della *market-based view* enfatizzano invece le virtù di *mercati finanziari* (azionari, obbligazionari e di *private equity*) particolarmente ampi, diffusi e

---

<sup>8</sup>Che si regge cioè su una complessa rete di interrelazioni finanziarie di debito e di credito, in un contesto caratterizzato da informazione imperfetta ed asimmetrica.

<sup>9</sup> L'apertura di credito nei confronti di un imprenditore è infatti un “segnale” dato alla società di affidabilità dello stesso, questo favorisce il sorgere di relazioni di lungo periodo tra l'impresa stessa, i suoi clienti e i suoi fornitori (Boot et. al., 1993; Boot-Thakor, 1997). La *bank-based view* sostiene in particolare come queste funzioni non possano essere svolte dai mercati delle “*securities*” a ragione del verificarsi del fenomeno del “*free rider*” (cfr. Stiglitz, 1985): la acquisizione e la vendita di informazione verrebbe di fatto ad essere impedita dalla possibilità che qualcuno possa appropriarsi dell'informazione senza sostenere alcun costo. Questo significa che i due fenomeni del *moral hazard* e dell'*adverse selection* sono difficilmente eliminabili.

<sup>10</sup> L'analisi del ruolo “informativo” delle banche ha cercato infatti di dare fondamento *endogeno* alla presenza stessa di questi intermediari. La funzione da loro svolta non darebbe luogo al fenomeno del “*free rider*” perchè forniscono contratti di *debito interno*, i quali prevedono che il creditore possa accedere o addirittura partecipare al processo di formazione delle decisioni, senza però che queste attività possano essere negoziabili.

liquidi (Boot-Thakor, 1997; Allen-Gale, 1999). Questi ultimi infatti favoriscono maggiormente il finanziamento e la costituzione di *nuove* imprese e quindi dei progetti più innovativi (Holmstrom and Tirole, 1993); migliorano il *corporate control* consentendo di creare, attraverso la possibilità di *takeovers*, disincentivi all'azione opportunistica dei managers (Jensen-Murphy, 1990); consentono infine di evitare molti dei problemi connessi allo stretto legame (i.e. "*relationship-based*") che viene ad instaurarsi tra le banche e le imprese e che può generare comportamenti spesso collusivi che possono danneggiare altri creditori ed impedire una efficiente *corporate governance* (Wenger-Kaserer, 1998).

Contributi più recenti (i.e. *financial service view*) tendono però a mostrare come entrambi i sistemi (*bank-based* o *market-based*) presentino sia vantaggi che svantaggi e quindi non si possa affatto affermare (cfr. Levine (2002)) che un sistema sia *universalmente* migliore rispetto ad un altro<sup>11</sup>. Secondo il "*financial service view*" (Merton e Bodie, 1995; Levine, 1997) i *bank-based* e i *market-based systems* sarebbero pertanto *complementari* piuttosto che *alternativi* nel favorire l'efficiente allocazione delle risorse e la crescita economica. In questo modo viene quindi superata la netta contrapposizione tra i due approcci e viene enfatizzato il ruolo dei mercati finanziari e delle banche nel limitare le *imperfezioni* ed i problemi di *coordinamento* presenti in un dato sistema economico.

A tale riguardo Tadesse (2002, 2005) mostra come la *struttura finanziaria ottimale* non vada considerata in modo *statico* in quanto essa dipende da un insieme di *fattori specifici* al paese, in un dato periodo, quali:

a) lo sviluppo delle *istituzioni* e del *sistema legale* all'interno dei quali operano banche e i mercati (cfr. La Porta et al., 2002; Rajan-Zingales, 1998);

---

<sup>11</sup> Sia i *bank-based systems* (Germania e Giappone) che quelli *market-based* (USA e UK) hanno infatti registrato tassi di crescita medi piuttosto sostenuti.

b) l'incompletezza e le *imperfezioni informative* presenti nel sistema economico (cfr. Boot-Thakor, 1997);

c) le caratteristiche "tecnologiche" delle imprese che devono essere finanziate cioè la struttura del suo *sistema industriale* (i.e. *imprese tradizionali vs. imprese innovative* cfr. Allen-Gale, 1999; Rajan-Zingales, 2001).

Se si tiene conto di questa prospettiva, nel corso della fase di *transizione* dalla pianificazione all'economia di mercato, la Cina si trova in una situazione certamente critica, sia per quanto riguarda il primo aspetto che per quanto riguarda il secondo (cfr. McMillan-Naughton, 1992). Quanto invece alla struttura del suo sistema industriale esso è stato caratterizzato soprattutto dalle *imprese manifatturiere*. Secondo l'analisi condotta da Tadesse (2002), sopra richiamata, qualora un paese abbia queste caratteristiche risulta essere preferibile potenziare prima un sistema *bank-based*<sup>12</sup> e, solo quando i fattori specifici sopra richiamati sono migliorati e/o cambiati, spingere verso l'ulteriore sviluppo dei *mercati finanziari* (i.e. *market-based financial system* (cfr. FIG. 2).

Come si vedrà nei prossimi paragrafi, questo approccio si presenta a nostro avviso particolarmente significativo in quanto consente di comprendere perché la Cina abbia un sistema finanziario ancora piuttosto *bank-based* e si stia muovendo solo *gradualmente* verso un effettivo potenziamento dei mercati finanziari nazionali e ad una apertura a quelli internazionali.

---

<sup>12</sup> L'analisi svolta da Tadesse (2002) considera ben 36 paesi, distinti a seconda dello sviluppo dei rispettivi sistemi finanziari e legali. Egli dimostra come, qualora i fattori specifici siano caratterizzati da uno scarso sviluppo di questi indicatori e da problemi di agenzia molto accentuati (caratteristiche tipiche dei paesi *emergenti*), sia preferibile potenziare prima un *bank-based system*.



## 2. La gradualità nelle riforme del sistema finanziario cinese

In questo paragrafo si rivolge l'attenzione all'*origine* e allo *sviluppo* avvenuto al complesso degli intermediari e dei mercati che caratterizzano il sistema finanziario cinese. Come si cercherà di mostrare, si tratta di un'evoluzione che è tutt'ora in atto e che è stata avviata grazie alla attuazione di riforme *graduali* registrate dalla fine degli anni settanta fino ad oggi.

Per quanto riguarda il *sistema bancario*, occorre fare un passo indietro e ricordare come l'avvento della *Repubblica Popolare Cinese* (1949)<sup>13</sup> abbia comportato, nel volgere di un solo anno, l'intera nazionalizzazione delle imprese e delle istituzioni finanziarie. Per questa ragione, per quasi trent'anni (1950-1978), il *sistema finanziario* di questo paese è rimasto ancorato ad una sola ed unica banca: la *People's Bank of China*. Quest'ultima era interamente di proprietà statale ed è stata, fino al 1978, direttamente controllata dal Ministero delle Finanze. Svolgendo la duplice funzione di banca centrale e di banca commerciale, la *People's Bank of China* era nella posizione privilegiata di poter controllare la quasi totalità delle transazioni finanziarie che avvenivano nel paese.

Il 1978 costituisce quindi una sorta di 'spartiacque' per l'analisi della *struttura finanziaria* della Cina esso infatti, da una parte, coincide con il "divorzio" tra la *People's Bank of China* e il Ministero delle Finanze (ciò rese la prima una entità parzialmente autonoma essendo rimasta sotto la sorveglianza dal governo); dall'altro, il periodo successivo al 1978 è importante per le trasformazioni avvenute nel *sistema creditizio* perché registra il sorgere di tre banche statali di nuova costituzione che sottrassero alla *People's Bank of China*, molte delle sue funzioni di banca commerciale. Le tre banche statali di nuova costituzione sono

---

<sup>13</sup> Prima del 1949 la Cina aveva un sistema finanziario piuttosto sviluppato che ruotava attorno a Shanghai.

state: l' *Agricultural Bank of China* che avrebbe indirizzato la sua attività a sostegno delle aree agricole e rurali; la *Bank of China* che si sarebbe specializzata nelle transazioni valutarie; la *People's Construction Bank of China* che si sarebbe rivolta al finanziamento degli investimenti immobiliari.

A queste tre grandi banche se ne affiancò una quarta solo nel 1984: l' *Industrial and Commercial Bank of China* che eliminò totalmente le attività commerciali che ancora dipendevano dalla *People's Bank of China*, facendola diventare a tutti gli effetti una vera e propria *Banca Centrale* e dando luogo al blocco creditizio statale cosiddetto delle "Big Four" che costituisce, come si cercherà di mostrare, il *core* del sistema del credito bancario cinese (cfr. Chiarlone-Amighini, 2007).

Nel corso della seconda metà degli anni ottanta hanno cominciato a svilupparsi nuovi intermediari finanziari di carattere *locale* quali: le *Regional Banks* (in parte di proprietà del governo locale); il network delle *Rural Credit Cooperatives* sotto la supervisione dell' *Agricultural Bank*, ed infine le *Urban Credit Cooperatives*; anche i primi *intermediari non bancari* e le prime *istituzioni finanziarie estere* cominciano a sorgere in questi anni ma la loro funzione risultava essere piuttosto limitata.

Ciò è particolarmente evidente se si considera la TAB. 1, che classifica le diverse tipologie di banche presenti in Cina tenendo conto della raccolta di depositi e delle erogazioni di prestiti. Se si considera il periodo (2000-05) si evince come le cosiddette *Big-Four* abbiano dominato<sup>14</sup> all'interno del sistema del credito bancario cinese, sia per il volume dell'attivo complessivo (16.932 mld. di RMB nel 2004, di cui 10.086 mld. di prestiti), che per quanto riguarda i depositi (14.412 mld di RMB nel 2004) avendo registrato i valori più alti rispetto alle altre

---

<sup>14</sup> Il fatto che le Big-Four abbiano avuto un peso quasi esclusivo nell'erogazione di prestiti e nella raccolta di depositi non significa che esse siano state, come si vedrà nel prossimo paragrafo, anche efficienti nell'allocazione delle risorse.

tipologie di banche commerciali private, estere e locali. Questo fatto ha comportato, per un lungo periodo, la presenza di un basso *grado di concorrenza* all'interno del sistema bancario. L'analisi comparata svolta da Demirguc-Levine (2001) per la Cina, il Giappone, la Corea del Sud e Taiwan mostra infatti come, per buona parte degli anni novanta, l'indice di concentrazione delle Big Four - quota degli assets sul totale- si sia attestato intorno al 91% e sia risultato il più elevato rispetto ai paesi asiatici considerati.

Tuttavia l'entrata di nuove banche private e di nuovi intermediari ha gradualmente spinto, a partire dal 1997, verso una maggiore concorrenza (cfr. Allen et. alt. 2007). La riforma del sistema bancario, attuata sotto la supervisione del *China Banking Regulatory Commission (CBRC)*, ha quindi seguito una strategia mista<sup>15</sup> tra il cosiddetto "*rehabilitation approach*" e il "*new entry approach*" (cfr. Claessens, 1996) privilegiando però, tra i due, il primo. La Cina ha infatti mirato, come si è visto, innanzitutto ad un rafforzamento del settore bancario statale (i.e. *rehabilitation approach* per le *big four*) prima di consentire l'entrata di *nuove banche* sia nazionali che estere (i.e. *new-entry approach*) e di aumentare, in questo modo, il grado di concorrenza nel settore degli intermediari.

Il *mercato dei capitali* ha cominciato invece ad essere operativo solo a partire dagli anni '90 anche se l'avvio come secondo "pilastro" del sistema finanziario, distinto cioè dal mercato del credito, può anch'esso essere fatto risalire al 1978 (cfr. Gordon- Wei Li, 1999). Prima di allora gli esigui risparmi<sup>16</sup> venivano depositati presso la *People's Bank of China*. L'eliminazione di parte dei vincoli sulla proprietà privata, facendo sorgere numerose imprese private o quasi-private, ha consentito al risparmio di trovare gradatamente un impiego alternativo al

---

<sup>15</sup> In questo senso la riforma del sistema bancario cinese è molto diversa rispetto a quella adottata in Russia e in Estonia ed è invece più simile a quella attuata in Ungheria ed in Polonia.

<sup>16</sup> Pari, nel 1978, all'incirca al 6% del PIL (State Statistical Bureau, 1997)

deposito presso l'unica banca.

Come si è accennato l'attivazione ufficiale delle due borse valori "nazionali" *Shanghai Stock Exchange (SHSE)* e *Shenzhen Stock Exchange (SZSE)* avviene nei primi anni '90, rispettivamente nel 1990 e nel 1991. Esse saranno poi affiancate dall'*Hong Kong<sup>17</sup> Stock Exchange (HKSE)*, dove vengono quotate le imprese di più grandi dimensioni e più innovative.

Nel corso degli anni novanta il mercato dei capitali cinese si è poi sviluppato velocemente, tuttavia dal confronto effettuato con i mercati azionari mondiali più importanti (cfr. Allen et al. 2005) esso risultava, in termini di *capitalizzazione totale* alla fine del 2002, solo *undicesimo* (Mainland China: *SHSE* e *SZSE*; cfr. TAB. 2A); mentre era *decimo* per quanto riguarda l'*HKSE*. Tuttavia i due mercati azionari cinesi erano, considerati congiuntamente e già nel 2002, al *quinto* posto, preceduti dagli Stati Uniti, dal Giappone, dal Regno Unito e dalla Francia<sup>18</sup>. In termini di *indice di concentrazione* (frazione della capitalizzazione di borsa riferita alle imprese di più grandi dimensioni) la Cina presentava valori piuttosto bassi essendo pari a 29.4%, cioè meno della metà di quella giapponese; mentre l'*indice di turnover* è il più elevato (224%)<sup>19</sup>, rispetto agli altri paesi sviluppati, a dimostrazione del fatto che gli scambi nel mercato azionario erano molto frequenti.

Come noto, una delle caratteristiche peculiari del *mercato azionario* cinese, se confrontato con altri mercati finanziari internazionali, è costituita dalla elevata *segmentazione*: esistono infatti numerose tipologie di azioni (cfr. Gordon-Li, 1999; Beltratti-Caccavaio, 2006; Allen et al. 2005). Un primo metodo di

---

<sup>17</sup> Hong Kong è rimasta una regione a statuto speciale e viene considerata separatamente dalla cosiddetta "*Mainland China*" in molte delle statistiche ufficiali del paese ed internazionali (cfr. FMI, *International Financial Statistics*)

<sup>18</sup> Calcolando la capitalizzazione tenendo conto della PPA la Cina arriva nelle prime posizioni del ranking (cfr. Allen et al. 2005).

<sup>19</sup> Poiché alla fine del 2002 molte delle azioni erano ancora *non-tradable* un indice di *turnover* così elevato risulta significativo per la presenza di una elevata speculazione sul mercato azionario.

classificazione, particolarmente utile per le osservazioni che si faranno in seguito relativamente alla incidenza di questo mercato all'interno del *sistema finanziario*, riguarda la distinzione tra *tradable shares (TS)* e *non-tradable shares (NTS)*. Mentre le prime possono essere scambiate liberamente, le *NTS (State Shares e Restricted Institutional Shares)* possono essere cedute solo privatamente, non sono quindi oggetto di contrattazione pubblica sul mercato. Queste ultime sono state emesse a favore dei fondatori e degli impiegati di una società di proprietà statale e svolgono la duplice funzione di impedire che sia sottratto il controllo dello Stato e di massimizzare la successiva quotazione tramite IPO. Green e Black (2003) osservano come il primo aspetto sia legato al tentativo da parte del governo di impedire delle “*privatizzazioni selvagge*” nel corso della fase di ristrutturazione delle imprese pubbliche. All'inizio del 2005 le *non-tradable shares* erano ancora all'incirca 2/3 del totale di tutte le azioni in circolazione (cfr. Beltratti-Bortolotti, 2006).

Per quanto riguarda le *tradable shares* esse possono essere classificate, a loro volta, in *domestic shares* (i.e. *A Shares*) in quanto possedute e scambiate solo da investitori nazionali e *foreign shares* (i.e. *B e H shares*)<sup>20</sup> denominate in valuta estera e riservate agli investitori esteri<sup>21</sup>.

A partire dal 29 aprile 2005 il *China Securities Regulatory Commission (CSRC)* ha dato l'avvio ad un importante progetto di riforma che dovrebbe avere effetti molto importanti sull'assetto futuro della *struttura del sistema finanziario* cinese. Esso infatti prevede la *graduale* riduzione delle azioni *non-tradable*. Più in particolare, tale riforma ha interessato il periodo che va dall'aprile 2005 al

---

<sup>20</sup> Le H-shares differiscono dalle B-shares in quanto sono quotate presso l' Hong-Kong Stock Exchange.

<sup>21</sup> Un'altra caratteristica del mercato azionario cinese riguarda il fatto che il prezzo delle azioni domestiche è generalmente superiore a quello delle azioni sottoscritte dagli investitori esteri. Gordon -Li (1999) osservano come questo fatto derivi dalla decisione del governo di agire come una sorta di monopolista discriminante sul mercato finanziario mantenendo un più basso tasso di interesse interno al fine di favorire il finanziamento del deficit statale.

settembre 2006 ed ha previsto che i possessori di *NTS* debbano *compensare* sotto diverse forme (cash, bonus shares, warrants) i detentori di *TS* per avere il diritto di vendere le loro azioni (cfr. Beltratti- Caccavaio, 2006; Beltratti-Bortolotti, 2006). Il processo di riforma consta di due fasi: nella prima fase, ogni società interessata annuncia la vendita; tuttavia, prima che la transazione possa essere effettuata vengono stabilite le modalità di compensazione. In questo modo lo *shock* legato all'aumento dell'offerta sul prezzo delle azioni, dovrebbe essere più contenuto. Alla fine del 2006 (cfr. TAB. 2B) in termini di *capitalizzazione totale* l' *HKSE* è, da solo, *sesto*, registrando un incremento rispetto al 2005 del 62,6%; *SHSE* e *SZSE* sono ancora *undicesimi*, ma segnano una variazione, in confronto all'anno precedente, rispettivamente del 220,6% e del 97,1%. Confrontando questi dati, con quelli precedentemente visti ed analizzati da Allen e dai suoi collaboratori relativamente al 2002, si può quindi constatare come il *mercato azionario* stia acquisendo, all'interno della *struttura del sistema finanziario* cinese, un peso crescente<sup>22</sup>.

Anche *l'indice di concentrazione* è migliorato per i due mercati azionari *Mainland* essendo pari rispettivamente al 71,2% per Shanghai e del 37,7% per Shenzen; l' *indice di turnover* nel 2006 è sempre piuttosto alto, ad indicare la presenza di scambi elevati, e si attesta intorno al 153,8% per Shanghai e per Shenzen intorno al 251,7, è invece del 62,1% per Hong Kong. A seguito della riforma del mercato azionario le azioni *non-tradable* scendono dal 66% (sul totale delle azioni)<sup>23</sup> al 60,6% nel febbraio 2006 (cfr. Fig. 3A e 3B) e raggiungono il 57% nel giugno dello stesso anno, ne deriva che le *tradable share* sono passate dal 34% al 43% (di cui il 35% è costituito da A-shares). A ciò si deve aggiungere che la variazione % del *flottante* nel 2006 è stata, rispetto al 2005, del 208,7% per *SHSE* e del 174%

---

<sup>22</sup> Questo aspetto sarà approfondito nel par. 3 con l'analisi degli indici strutturali.

<sup>23</sup> Il dato si riferisce all'inizio del 2005.

per SZSE (cfr. world-exchanges.org, 2006).

Per quanto riguarda il *mercato obbligazionario* cinese si può constatare come l'incremento più rilevante nelle *emissioni* di nuove obbligazioni abbia riguardato soprattutto il settore statale cioè: le *obbligazioni del Tesoro* con un aumento del 32.8% nel periodo (1990-2002), e le obbligazioni emesse dalla *banche di proprietà statale* che registrano un incremento del 38% nello stesso periodo. Le obbligazioni emesse dalle società private sono invece, in rapporto alle precedenti, quasi del tutto inesistenti 8.2% (cfr. Statistical Yearbook of China 1990-2002). Il periodo successivo (2002-2006) segna un lento miglioramento nell'emissione di *corporate bonds*, registrando un aumento del 20.4% (cfr. Statistical Yearbook of China, 1990-05)

La fine degli anni '90 ha segnato il sorgere degli *investitori istituzionali* anche se il loro ruolo nel sistema economico risulta ancora contenuto. I primi due *fondi comuni di investimento* cinesi sono stati costituiti nel 1998 (*Guo Tai* e *Nan Fang*), ad oggi se ne contano 46 tra questi anche 13 esteri (*Qualified Foreign Institutional Investors* o *joint ventures*). Non vi sono tracce di *hedge funds* in quanto sono ancora *vietate* le transazioni finanziarie a breve o brevissimo termine anche all'interno del paese<sup>24</sup>; a ciò va aggiunto che i *fondi pensione* stentano a decollare (Cfr. Allen et al. 2005, 2007). Il rapporto dell'OECD sulla Cina (09/05) mette in evidenza come, proprio lo scarso peso degli *investitori istituzionali*, sia una delle carenze maggiori del *sistema finanziario* cinese e debba essere al più presto affrontato.

---

<sup>24</sup> Dall'estate del 2007 il Governo consente ai cinesi residenti nel *Mainland* l'acquisto di qualsiasi ammontare di azioni quotate ad Hong Kong; ciò evidenzia la tendenza a ridurre *gradualmente* il controllo sui movimenti di capitali a breve (cfr. The Economist, 25/ 8/2007).

### 3. L'evoluzione della struttura finanziaria in Cina

Dopo aver descritto le principali riforme che hanno investito il sistema finanziario cinese, in questo paragrafo si passerà ad analizzare la *struttura* di tale sistema cercando di mostrare *l'evoluzione* nell'importanza relativa assunta dalle varie forme di finanziamento. A questo proposito occorre riconsiderare i più volte richiamati contributi di Allen et. al. (2002; 2005; 2007), tenendo conto degli effetti sul *sistema finanziario* cinese provocati dalle riforme più recenti<sup>25</sup>. L'analisi comparata della Cina con quella degli altri paesi si basa su degli *indici strutturali*, calcolati con il metodo proposto da Levine (2002) e Demirguç-Kunt e Levine (2001)<sup>26</sup>, relativamente al campione studiato e *classificato* da La Porta et al. (1997, 1998)<sup>27</sup>.

Seguendo l'impostazione di Allen e dei suoi collaboratori (2005; 2007), consideriamo innanzitutto una grandezza che fornisca informazioni relativamente alle *dimensioni* del mercato del credito bancario *rispetto* al mercato azionario dal punto di vista *macroeconomico* e relativamente al 2002 (cfr. TAB. 3A).

A questo scopo il credito bancario totale<sup>28</sup> in *rapporto* al Pil (*bank credit ratio*) consente di affermare, senza ombra di dubbio, che l'incidenza del sistema bancario all'interno della struttura finanziaria cinese è molto significativa essendo addirittura *maggiore dell'unità* (1.11). Ma la cosa sorprendente è che esso risulta superiore rispetto a quello che nel campione considerato da La Porta et al. viene

---

<sup>25</sup>L'analisi di Allen et al. (2005; 2007) si riferisce soprattutto al 2002. Perciò ad un periodo antecedente rispetto alla riforma del mercato azionario.

<sup>26</sup>Cfr. Appendice

<sup>27</sup>La Porta et al. (1997; 1998), considerano ben 49 Paesi, sia sviluppati che emergenti, con esclusione però della Cina.

<sup>28</sup>Nel calcolo relativo al credito bancario Levine (2002) esclude tutti i finanziamenti che le banche di deposito effettuano a favore del *settore pubblico* e degli *enti pubblici locali*. Tuttavia, nel caso della Cina questi prestiti risultano essere, per le ragioni che vedremo, molto importanti e quindi non è possibile trascurarli.



calcolato per i “paesi di origine germanica<sup>29</sup>” (0.99), e che dovrebbe essere emblematico, come si è detto nel par. 2, per i cosiddetti *bank-based systems*. Tuttavia, quando si osserva il dato relativo al credito erogato al cosiddetto *hybrid sector* il valore crolla (0.24), a dimostrazione che la maggior parte dei prestiti bancari erogati dalle banche cinesi, è stato a favore delle imprese statali (*state owned enterprises: SOE*) o delle imprese quotate (*listed firms*).

Per quanto riguarda il mercato dei capitali, la situazione si *capovolge*: la Cina registra infatti solo un *ratio* pari a 0.32 (32%) (capitalizzazione totale di borsa/Pil o *market capitalization ratio* ). Esso risulta infatti essere tra *i più bassi* e ben al disotto della media considerata che è del 47%. Il risultato scende poi all’11% se si dovesse considerare il *flottante* o “*floating supply*” del mercato in rapporto al Pil (i.e. *Float supply ratio* o *total value traded ratio*). Questo ultimo dato risulta essere particolarmente significativo in quanto, a differenza della capitalizzazione totale, il *flottante* è pari al valore delle azioni *che vengono scambiate* sul mercato. Allen et. al. (2002; 2007) sono consapevoli del fatto che il semplice confronto tra i dati che considerano il *volume* del *credito totale* erogato e la *capitalizzazione totale* di borsa (in rapporto al Pil) non sono però sufficienti per trarre delle conclusioni sulla *importanza relativa* assunta dalle banche rispetto al mercato dei capitali all’interno del sistema finanziario cinese; cioè sul fatto che la struttura sia *bank-based* piuttosto che *market-based*.

A questo proposito l’analisi viene estesa a considerare i cosiddetti ‘*indici strutturali*’ (*Structure Indices*; cfr. TAB. 3B). A tale proposito, se si considera l’indice che misura l’attività strutturale o “*Structure Activity*”, ottenuto considerando il *Log (float supply ratio) / “bank credit ratio*) e l’indice che misura la dimensione strutturale o “*Strucuture Size*” ottenuto, a sua volta, facendo il *Log*

---

<sup>29</sup> Si tratta di un campione di Paesi che per sistema legale e finanziario sono molto simili a quello della Germania (i.e. capitalismo renano); tra questi si annovera anche il Giappone.

(*market capitalization ratio / bank credit ratio*), la Cina si colloca tra i paesi con gli indici più *bassi*, rispetto al campione considerato da La Porta et al.. Essi sono infatti pari rispettivamente a: (- 1.07) e (- 1.24)

Ciò consente di trarre importanti conclusioni circa la *predominanza* del settore bancario rispetto al mercato azionario. Infatti, come si è visto, sia in termini di *volume* che di indici, la *struttura* del sistema finanziario cinese è stata dominata dal ruolo delle banche e, come visto nel par. 2, soprattutto da quelle pubbliche (i.e. *SOB*).

Se si passa poi a considerare alcune delle misure di *efficienza* relative al mercato del credito bancario si constata però come esso registri delle performance del tutto deludenti: le spese bancarie generali (*overhead costs*) in *rapporto* al totale dell'*attivo bancario*, se confrontate con quelle degli altri paesi del campione, sono infatti tra le più *elevate* (0.12). Anche l'indice che misura l'efficienza relativa del mercato finanziario *rispetto* all'attività bancaria, il cosiddetto *Structure Efficiency Index* ottenuto facendo il Log ((*capitalization ratio*) x (*overhead costs ratio*)) fornisce un valore molto *alto* (-1.48), rispetto agli stessi indici degli altri Paesi del campione, a dimostrazione che il mercato finanziario è *più efficiente* rispetto al mercato del credito bancario<sup>30</sup> nell'allocazione delle risorse a causa dell'elevato *costo dell'intermediazione* presente in Cina.

Dall'analisi di Allen e dei suoi collaboratori (2005; 2007), emerge quindi chiaramente come il sistema finanziario cinese sia stato incentrato sul mercato del *credito bancario*, ma che questo risulta essere stato *poco efficiente*. D'altro canto il mercato azionario è ancora molto esiguo ma, in termini di efficienza, da' risultati migliori.

Come si è visto l'approccio del "*financial service view*" (cfr. par. 1) preferisce

---

<sup>30</sup> Per quanto riguarda gli effetti distorsivi del sistema finanziario cinese per l'allocazione delle risorse si veda anche Boyreau-Debray- Jin Wei (2005).

considerare il ruolo svolto dall'intero sistema finanziario piuttosto che quello delle banche e dei mercati finanziari, presi separatamente. Per questa ragione Allen et al. (2005) ricavano degli indici con il metodo di Levine (2002) relativi allo *sviluppo complessivo del sistema finanziario* (i.e. *financial development indices*). Essi sono sostanzialmente di tre tipi, a seconda che riguardino: le *dimensioni*, lo *sviluppo* e l'*efficienza*.

Il *finance-activity index* è ottenuto facendo il Log (*float supply ratio x private credit ratio*); per quanto riguarda il credito bancario si tiene conto ora del finanziamento alle sole imprese appartenenti all' *Hybrid Sector*.

Il *finance-size index* sarà invece ottenuto considerando il Log (*total market capitalization ratio x private credit ratio*). I due indici sono piuttosto *bassi* rispetto alla media, soprattutto per quanto riguarda il *finance size* (-1.02). In termini di efficienza dell'intero sistema finanziario il *finance efficiency index* ottenuto facendo il Log (*floating supply ratio / overhead costs ratio*) è anch'esso piuttosto basso ciò ad indicare che il sistema finanziario cinese non è ancora molto sviluppato in rapporto agli altri paesi (cfr. TAB. 3C).

Sulla base degli *indici* sopra considerati, siamo ora in grado di mostrare l'*evoluzione* avvenuta all'interno della struttura del sistema finanziario cinese tenendo conto del periodo *successivo* alla riforma del *mercato azionario*. Come si è già accennato (cfr. par. 2), nel 2006 in termini di capitalizzazione totale l'*HKSE* è, da solo, *sesto* con un incremento del 62,6%; *SHSE* e *SZSE* sono ancora in fondo alla lista ma segnano una variazione (%) rispetto al 2005 rispettivamente del 220,6% e del 97,1%.

Come in parte anticipato (cfr. par. 2) nel giugno 2006 le *-Tradable shares/Totale-* segnano un buon incremento essendo pari al 43% (FIG. 3B: CSRC, 6/2006). Confrontando i dati relativi ai mercati azionari (2002 vs. 2006) si vede come

questi ultimi stiano assumendo un peso *crescente* all'interno della struttura finanziaria cinese . A seguito della riforma del *mercato azionario* si può quindi constatare come, sia in termini assoluti (cfr. TAB. 2 A-B) che tenendo conto degli *indici*, la struttura finanziaria cinese stia *evolvendo* vs. una sistema più *market-oriented* (cfr. TAB 4 A-B-C)<sup>31</sup>.

Le osservazione appena fatte dal punto di vista *macroeconomico* possono essere ulteriormente avvalorate se si osservano i dati relativi alla *struttura finanziaria* delle *imprese* cinesi, cioè all'*utilizzo* delle diverse fonti di finanziamento. Come abbiamo in parte anticipato, le imprese cinesi possono essere distinte in: imprese del settore statale (*state sector firms*); imprese del settore privato quotate (*listed sector firms*); imprese private non quotate (*hybrid sector firms*). Per le prime due tipologie di imprese, le fonti di finanziamento più utilizzate per gli investimenti in *capitale fisso*, sono costituite, nell'ordine: dal *credito bancario*, dalla *raccolta diretta di fondi* (finanziamento interno (*autofinanziamento*), dall'emissione diretta di azioni ed obbligazioni, e dai finanziamenti degli enti locali (esclusi dal budget statale). L'importanza del *finanziamento statale* sta diminuendo nel corso degli ultimi anni, a causa del processo di privatizzazione in atto di molte imprese. Per quanto riguarda gli *investimenti diretti esteri* il loro peso relativo è, ad oggi, equiparabile a quello del settore statale anche se in prospettiva dovrebbe aumentare, tenuto conto che la Cina, a seguito dell'adesione al WTO nel 2001, sta diventando una economia sempre più aperta.

L'incidenza del *credito bancario* è particolarmente significativa soprattutto per le imprese appartenenti allo *state sector* e al *listed sector* ma *non* per le imprese appartenenti all' *hybrid sector* (cfr. TAB. 3A e China Statistical Yearbook).

La *raccolta diretta* di fondi tramite emissione di azioni ed obbligazioni

---

<sup>31</sup> Questo processo è in sintonia con l'approccio di Tadesse (cfr. Fig. 2) e da noi ripreso nel par. 1.

caratterizza soprattutto, le *state sector firms* e le *listed sectors firms* anche se per ammontari esigui rispetto al finanziamento bancario (in conformità a quanto abbiamo visto analizzando i dati a livello macroeconomico). Ovviamente, l'autofinanziamento (*internal finance*) risulta particolarmente significativo per le imprese appartenenti all' *hybrid sector*. Ciò non stupisce essendo queste ultime *razionate* sia sul mercato del credito che su quello azionario ed obbligazionario; le fonti interne spesso provengono dal finanziamento diretto dei fondatori della impresa o dai loro familiari .

Per essere più precisi, nella fase di costituzione (*seed*) di imprese appartenenti all'*hybrid sector* il *finanziamento informale* prende soprattutto la forma “*angel finance*” da parte di parenti e amici, successivamente un ruolo importante è svolto dal *cash-flow* (i.e. *internal finance*), da networks di sostegno finanziario tra imprese, ma anche da forme di raccolta di fondi *illegali* quali *hehui*, *biaohui*, *taihui* (cfr. Allen et al. 2005; OECD Report 9/05). Questi canali di finanziamento cosiddetti “*informali*” sono risultati fondamentali per la sopravvivenza e lo sviluppo di questa tipologia di imprese.

#### **4. I problemi relativi alla struttura del sistema finanziario cinese**

Come è stato in parte anticipato nei paragrafi precedenti, il sistema finanziario della Cina, si presenta ad oggi, e per molti aspetti, ancora piuttosto *fragile*. Le riforme *graduali* che hanno investito il sistema finanziario non hanno infatti impedito che sorgessero problemi quali: la *fragilità finanziaria* del *settore bancario*, la scarsa *trasparenza* nei *mercati finanziari* e un' *insufficiente corporate governance* per le imprese.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il problema più rilevante è costituito certamente dalla presenza di un ingente ammontare di *prestiti insoluti* (non-performing loans: NPLs) oltre che da una scarsa *capitalizzazione* delle maggiori banche (cfr. Chiarlone-Ferri, 2005). L'elevato ammontare dei prestiti in sofferenza riguarda soprattutto i finanziamenti concessi dalle *big-four* a favore delle imprese statali. Questi ultimi sono stati spesso concessi per motivi politici piuttosto che economici e si sono accumulati nel corso degli anni. Alla base di questo processo c'è stato sicuramente il fatto che molte banche pubbliche si sono trovate a dover concedere prestiti ad imprese pubbliche che spesso erano loro azioniste, creando una sorta di "fratellanza siamese" che ha impedito la realizzazione di un adeguato *screening* e *monitoring* nei confronti del debitore richiedente i fondi.

Allen et al. (2006), sulla base di dati dell' *Asian Banker database* mostrano come, sia in *rapporto* all'intero ammontare dei nuovi prestiti, che in rapporto al Pil, la Cina presenta i ratios più elevati soprattutto nel periodo 2000-02 (cfr. TAB. 5). Questo risultato è ancora più significativo se si tiene conto del fatto che nello stesso periodo il Giappone ha dovuto far fronte, nel periodo considerato, ad una tra le più gravi crisi del sistema bancario che abbia mai registrato. Anche in termini di profittabilità (–misurato in termini sia di *ROE* che di *ROA*– la Cina registra indici che sono tra i più bassi se comparati con quelli degli altri paesi asiatici (cfr. TAB. 6). Negli ultimi anni, questa situazione sta lentamente migliorando grazie a massicci interventi di ricapitalizzazione delle banche, ma rimane una forte preoccupazione da parte di molti osservatori internazionali (cfr. OECD, 09/2005)

Per quanto riguarda i mercati finanziari e in particolare i mercati azionari cosiddetti *Mainland* essi, come si è cercato di mostrare in questo lavoro, stanno

acquistando un peso crescente all'interno della *struttura* del *sistema finanziario* ma presentano ancora indici di *concentrazione* troppo bassi e di *turnover* troppo elevati (cfr. TAB 2B) ciò ad indicare che vi sono ancora *poche* grandi imprese ed una elevata *speculazione* sul mercato azionario. A ciò si deve aggiungere che i corsi azionari non riflettono correttamente i valori dei fondamentali delle imprese quotate a causa della scarsa o inefficace *regolamentazione*. Ci sono infatti problemi legati sia all'asimmetria informativa ex-ante (*adverse selection*) che a quella ex-post (*moral-hazard*). Per quanto riguarda il primo aspetto le imprese non statali appartenenti all' *hybrid sector* che cercano di quotarsi trovano spesso difficoltà molto superiori rispetto alle *imprese statali*. Il processo che conduce alla collocazione delle azioni sul mercato azionario è infatti, per le prime, particolarmente lungo, costoso e svolto da un *auditing* poco indipendente da pressioni politiche. Questi aspetti conducono ad una vera e propria *selezione avversa* nei confronti delle imprese e al relativo fenomeno del razionamento azionario (*equity-rationing*) che impedisce a molte imprese che hanno buona profittabilità di arrivare alla quotazione. Anche per quanto riguarda i problemi legati alla possibilità di azzardo morale (*moral-hazard*) da parte dei *managers* pubblici, la scarsa *trasparenza* e la quasi totale impossibilità di scalate (*takeovers*) da parte di potenziali concorrenti favorisce la possibilità che vi siano fenomeni opportunistici ricorrenti da parte degli stessi *managers*, con effetti distorsivi in termini di efficienza economica. Queste ultime osservazioni ci consentono di collegarci anche ad un altro importante problema presente all'interno del sistema finanziario cinese: quello della *corporate governance*. Per quanto riguarda le imprese quotate i tradizionali meccanismi sono piuttosto deboli e limitati; le imprese quotate sono rette da un sistema organizzativo che si regge su due livelli: il *Board of Directors* e il *Board of Supervisors*. Il problema più rilevante riguarda

il fatto che i membri di questi *Boards* anziché essere eletti dagli azionisti, sono pubblici ufficiali scelti dal governo a seguito di un processo ancora una volta poco trasparente. Il Governo in Cina, svolge il ruolo sia di *regolatore* che di *azionista* di molte imprese quotate, di molte banche e istituti finanziari, creando evidenti conflitti di interesse che vanno ancora una volta a scapito dell'efficienza economica. Anche sul fronte legislativo la normativa societaria e di *diritto fallimentare* è stata e risulta essere ancora oggi molto carente. Infatti, nonostante la legge fallimentare sia stata approvata nel 1986, la prima legge che regola il diritto societario è entrata in vigore solo nel 1999.

## **Conclusioni**

Recenti e importanti contributi che hanno per oggetto l'analisi del *sistema finanziario* cinese (cfr. Allen et al. 2002; 2005; 2007)) sostengono che gli elevati tassi di crescita della Cina si siano registrati grazie soprattutto allo sviluppo delle imprese appartenenti all' *hybrid sector*, che è stato sostenuto, a sua volta, da *canali* di finanziamento cosiddetti *informali*.

Partendo da questi risultati, in questo lavoro si è inteso mostrare come la Cina presenti delle significative *specificità* anche per l' approccio *graduale* (i.e. “*step by step*”) seguito nell'attuazione delle riforme del suo sistema finanziario. Queste ultime sono state applicate in modi e tempi diversi e hanno investito, prima il *sistema bancario*, poi il *mercato azionario*, ed infine stanno caratterizzando i *mercati finanziari*, in senso lato, a seguito della adesione della stessa al WTO.

Dal punto di vista teorico questo processo *graduale* di riforma è risultato, a nostro parere, in sintonia con l'analisi condotta da Tadesse (2002, 2005) secondo il quale la *struttura finanziaria* di un paese non va considerata in modo *statico* in quanto



essa dipende da un insieme di *fattori specifici* di cui bisogna necessariamente tener conto. Infatti, qualora un paese abbia sistemi istituzionali e legali poco sviluppati, elevati problemi informativi e una struttura industriale basata soprattutto sulle imprese tradizionali -tutti aspetti particolarmente evidenti quando si considera un paese *emergente* come la Cina- risulta essere preferibile potenziare prima un sistema finanziario *bank-based* e, solo quando i fattori specifici sopra richiamati sono migliorati, spingere verso l'ulteriore sviluppo dei *mercati finanziari* (i.e. *market-based financial system*).

Questi risultati trovano riscontro nell'analisi *applicata e comparata* che è stata fatta, riprendendo e aggiornando i lavori di Allen et al. (2002, 2005; 2007). La considerazione degli *indici strutturali* ha portato infatti a ritenere che il *sistema finanziario* cinese sia stato per un lungo periodo assolutamente *bank-based*, ma che si stia sviluppando, e stia lentamente *evolvendo* verso un sistema più *market-based*.

Nel paper si è cercato di sottolineare anche come il processo *graduale* sopra ricordato, pur avendo garantito una certa *stabilità macroeconomica*, non abbia impedito che sorgessero gravi problemi di *fragilità finanziaria* del settore bancario e di *corporate governance* per le imprese (cfr. OECD 09/2005; Yueh, 2004) che necessitano di essere affrontati al più presto.

## Riferimenti bibliografici

Allen F.- Quian J.- Quian M. (2007) “China’s Financial System: Past, Present and Future” Wharton Financial Institute Center, Working Paper n. 05-17, *forthcoming* in *China’s Great Economic Transformation* edited by T. Rawski and L. Brandt, Cambridge University Press.

Allen F. – Quian J. – Quian M. (2005) « Law, Finance and Economic Growth in China” *Journal of Financial Economics* 77, pp. 57-116.

Allen F. – Chui M.K. – Maddaloni A. (2004) “ Financial Systems in Europe, the USA, and Asia”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 20, n. 4, pp. 490-508.

Allen F.- Quian J. – Quian M. (2002) « Comparing China’s Financial System », *Wharton Financial Institute Center*, Working Paper n. 04-16.

Allen F. – Gale D. (1999), *Comparing Financial Systems*, Cambridge University Press, MA, MIT Press.

Boyreau-Debray G. - Jin Vei S. (2005), “Pitfalls of a State-Dominated Financial System: The Case of China”, *NBER W.P.* n. 11214.

Boot A. W. – Thakor A. V. (1997) “Financial System Architecture”, *Review Financial Studies*, 10, pp. 693-733.

Beltratti A.- Caccavaio M. (2006) “Asset Float, Volume and Stock Prices: Evidence from the Chinese Stock Market”, *University Bocconi W.P.* (November).

Beltratti A. – Bortolotti B. (2006) “The Nontradable Share Reform in the Chinese Stock Market”, *University Bocconi W.P.* (September)

Campbell T.- Cracaw W. (1980) “Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation”, *Journal of Finance*, pp. 327-352

Chen K.-Jefferson G.H.- Singh I., “Lessons from China’s Economic Reform”, *Journal*

*of Comparative Economics*, 16, pp. 201-225.

Chiarlone S. – Amighini A. (2007), *L'Economia della Cina*, Carocci.

Chiarlone S. – Ferri G. (2005), “Il Sistema Bancario Cinese: problemi, prospettive ed opportunità per le banche italiane”, in G. Bracchi, D. Masciandaro (a cura di) *Le Banche Italiane e la Finanza per lo Sviluppo*, Fondazione Rosselli, Edibank, Roma.

Claessen S. (1996), “Banking Reform in Transition Countries”, *Policy Research Working Paper* n.1642, World Bank Development Report.

Demirgüç-Kunt A. – Levine R. (2001), *Financial Structure and Economic Growth: Cross-country Comparisons of Banks, Markets and Development*, MIT Press, Cambridge Massachusetts.

Demirgüç-Kunt A. - Detragiache E. (1997) “The Determinants of Banking Crisis: Evidence from Industrial and Developing Countries”, *World Bank W.P.* No. 1828.

Diamond W. D. (1991), “Monitoring and Reputation: The Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt”, *Journal of Political Economy* p.689-91.

Fazzari S. – Papadimitriou D. (1992) *Financial Conditions and Macroeconomic Performance*, New York , M.E: Sharpe.

Fama E. (1985) “What’s different about Banks?”, *Journal of Monetary Economics*, 15 pp.29-39.

Gordon R.H.- Li W. (1999), “Government as a Discriminating Monopolist in the Financial Market: the Case of China”, *NBER W.P.* n. 7110.

Green S. – Black A. (2003), “ A Market in Control: non-tradable shares in Companies listed as the Shenzhen Stock Exchange, *Asia Programme W.P.* n. 11, *The Royal Institute of International Affairs*.

Holmstrom B. – Tirole J. (1993) “Market Liquidity and Performance Monitoring”, *Journal of Political Economy*, 101, pp. 678-709.

Hubbard G. (1990 a) “Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment”,

NBER, The University of Chicago Press.

Hubbard G. (1990 b) “Financial Markets and Financial Crises”, NBER , The University of Chicago Press.

International Monetary Fund (IMF) (vari anni), *International Financial Statistics*, Washington.

James C. (1987) “Some Evidence On the Uniquess of Bank Loans”, *Journal of Financial Economics*, vol. XIX, pp 217-35.

Jensen M. C. – Murphy K. J. (1990), Performance Pay and Top-management incentive“, *Journal of Political Economy*, 98 pp. 225-264.

La Porta R.- Lopez de Silanes F. – Shleifer A.- Vishny R. (1998) “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106 pp. 1113-1155.

La Porta R.- Lopez de Silanes F. – Shleifer A.- Vishny R. (1997) “ Legal Determinants of External Finance”, *Journal of Finance*, 52, pp. 1131-1150.

Lau L. – Yingyi Q.- Gerard R. (2000) “Reform without Losers: An Interpretation of China’s Dual – Track Approach to Transition”, *Journal of Political Economy*, 108, pp. 120-143.

Levine R. (2002) “ Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?” *Journal of Financial Intermediation*, 11 pp. 1-30.

Levine R. (1997) “ Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, , 35 pp. 688-726.

Mayer C. (1990) “Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development”, NBER, 1990.

McMillan J. (1994) “China’s Nonconformist Reform” in *Economic Transition in Eastern Europe and Russia : Realities of Reform*, ed. E. Lazear, Stanford: Hoover Institution Press, pp. 210-239.

McMillan J. – Naughton B. (1992) “ How to Reform a Planned Economy: Lessons from

- China”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 8, n.1. pp.
- Merton R.C. – Bodie Z. ( 1995), A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment ,, in *The Global Financial System: A Functional Perspective* edited by Crane D.B et alt., pp. 3-32, Harvard Business School Press, Boston, MA.
- Mishkin F. (1996) “Understanding Financial crisis: A Developing Country Perspective” *NBER W.P. No. 5600*.
- Organization for Economic Cooperation and Development – OECD - (2005) *OECD Economic Surveys: China*, September, Paris.
- Pagano M. (1993) “Financial Markets and Growth: An Overview”, *European Economic Review*, vol 37, pp. 613-22.
- Rajan G.R. – Zingales L. (2001) “ Financial Systems, Industrial Structure and Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 17, n. 4, pp. 467-482.
- Rajan G. R. - Zingales L. (1998) “Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis”, *Journal of Applied Corporate Finance*, 11 pp. 415-432.
- Sachs J. – Woo W. (1997) “Understanding China’s Economic Performance”, *NBER W.P. n. 5935*.
- Sau L. (2003) “Banking, Information and Financial Instability in Asia”, *Journal of Post-Keynesian Economics*, 25, no.3 pp. 493-513.
- Shiller R. (1995) “Conversation, Information and Herd Behavior” *American Economic Review, Papers and Proceedings*, vol. 85 pp. 181-185.
- Stiglitz J. (2002), *La Globalizzazione e i suoi oppositori*, Einaudi, Torino.
- Stiglitz J. (1985), “Credit Markets and the Control of Capital”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n. 2, pp. 133-151.
- Stiglitz J. - Weiss (1988) “ Banks As Social Accountants And Screening Devices For The Allocation of Credit”, *NBER W.P. No. 2710*.
- Tadesse S. (2002) “ Financial architecture and Economic Performance: International

Evidence”, *Journal of Financial Intermediation*, 5, pp. 57-65.

Tadesse s. (2005) “Perspectives on Financial Integration and Financial System Architecture in Emerging Countries”, *The University of South Carolina*, William Davidson *W.P.* n. 449.

The Economist, (2007), *Taking Steps in China*, 25 August

Wenger E. – Kaserer C. (1998) “The German System of Corporate Governance: A Model which should not be Imitated”, in *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models* ed. Black S. W. and Moersch M., pp. 41-78 North-Holland Press, New York.

World Federation of Exchanges -WFE- (vari anni), fonti statistiche del sito:  
<http://www.world-exchanges.org>

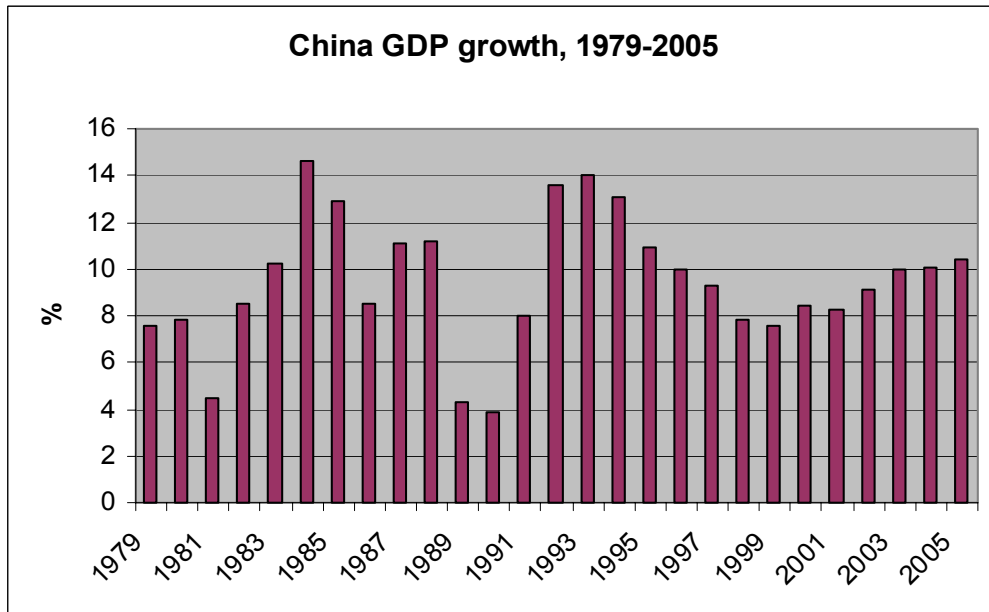
Yueh, L. Y. (2004) “China’s Economic Growth with WTO Accession: Is it Sustainable?”, in *Chinese Economy: Issues and Perspectives*, ed. Janardian Rao, ICFAI University Press.





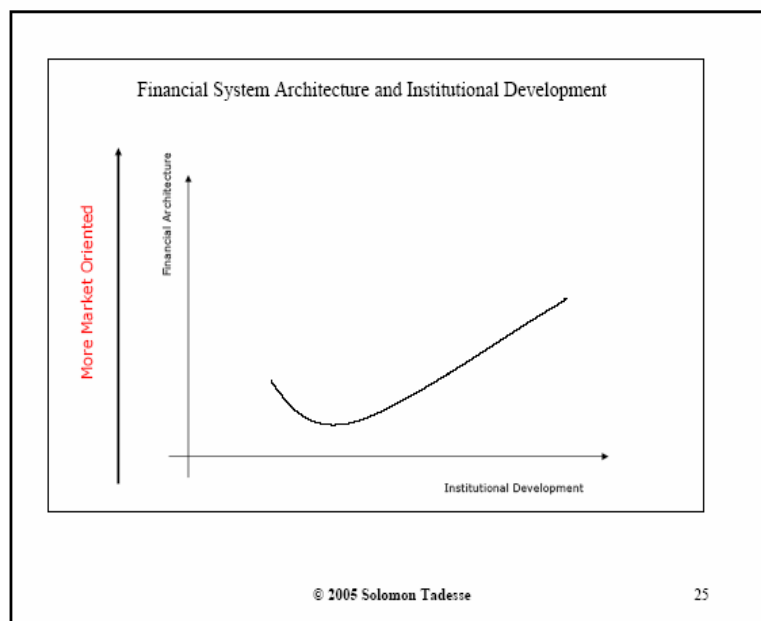


FIG. 1



Fonte: Yueh (2004) - *China Statistical Yearbook* (vari anni).

FIG. 2



Fonte: Tadesse (2005)

**TAB. 1. Banche statali e non in Cina (2000-05 miliardi di RMB)**

<b>Tipi di banche</b>	<b>Attivo complessivo</b>	<b>Depositi totali</b>	<b>Prestiti concessi</b>	<b>NPL (%)</b>
<i>2004</i>				
• Banche statali	• 16.932,1	• 14.412,3	• 10.086,1	• 15,57
• Banche private	• 4.697,2	• 4.059,9	• 2.885,9	• 4,93
• Banche straniere	• 515,9	• 126,4	• 255,8	• 1,34
• Cooperative urbane di credito	• 171,5	• 154,9	• 97,9	• --
• Cooperative rurali di credito	• 3.101,3	• 2.734,8	• 1.974,8	• --
<i>2003</i>				
• Banche statali	• 16.275,1	• 13.071,9	• 9.950,1	• 19,74
• Banche private	• 3.816,8	• 3.286,5	• 2.368,2	• 7,92
• Banche straniere	• 333,1	• 90,7	• 147,6	• 2,87
• Cooperative urbane di credito	• 148,7	• 127,1	• 85,6	• --
• Cooperative rurali di credito	• 2.674,6	• 2.376,5	• 1.775,9	• --
<i>2002</i>				
• Banche statali	• 14.450,0	• 11.840,0	• 8.460,0	• 26,1
• Banche private	• 4.160,0	• 3.390,0	• 2.290,0	• --
• Banche straniere	• 324,2	• --	• 154,0	• --
• Cooperative urbane di credito	• 119,0	• 101,0	• 66,4	• --
• Cooperative rurali di credito	• --	• 1.987,0	• 1.393,0	• --
<i>2001</i>				
• Banche statali	• 13.000,0	• 10.770,0	• 7.400,0	• 25,37
• Banche private	• 3.259,0	• 2.530,7	• 1.649,8	• --
• Banche straniere	• 373,0	• --	• 153,2	• --
• Cooperative urbane di credito	• 128,7	• 107,1	• 72,5	• --
• Cooperative rurali di credito	• --	• 1.729,8	• 1.197,0	• --

Fonte: Allen et al. (2007)- Almanac of China's Finance and Banking (2000-05)

**TAB. 2A Mercato azionario**

	<b>Borse valori (2002)</b>	<b>Capitalizzazione totale del mercato (miliardi di \$)</b>	<b>Concentrazione (%)</b>	<b>Velocità di turnover (%)</b>
<b>1</b>	NYSE	9.015	61,3	94,8
<b>2</b>	Tokyo	2.095	60,6	67,9
<b>3</b>	Nasdaq	1.994	63,1	159,8
<b>4</b>	Londra	1.800	84,5	97,3
<b>5</b>	Euronext	1.538	72,3	153,6
<b>6</b>	Deutsche Börse	686	72,0	125,1
<b>7</b>	Toronto	570	67,8	67,9
<b>8</b>	Svizzera	547	81,2	138,6
<b>9</b>	Italia	477	66,1	120,7
<b>10</b>	<b>Cina (Hong Kong)</b>	<b>463</b>	<b>83,0</b>	<b>39,7</b>
<b>11</b>	<b>Cina (Nazionale)</b>	<b>463</b>	<b>24,4</b>	<b>224,2</b>

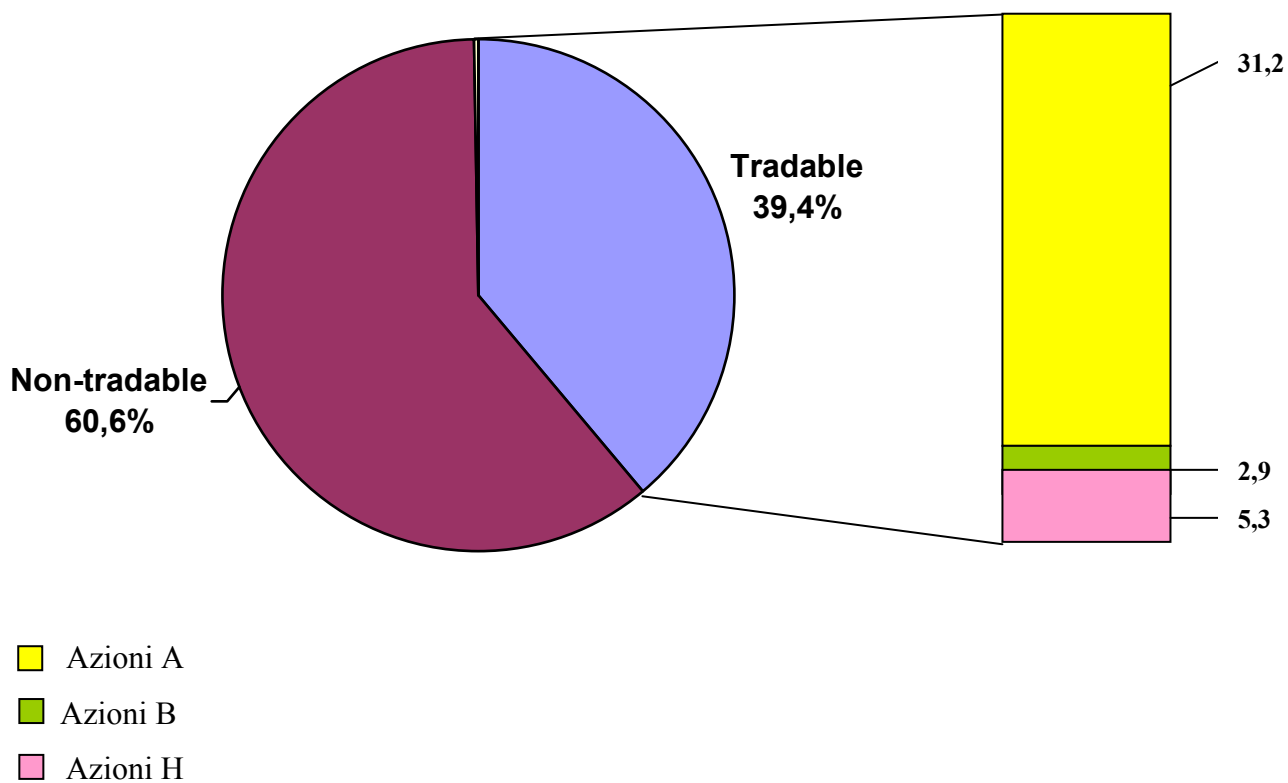
Fonte: world-exchanges.org (2002)

**TAB. 2B**

	<b>Borse valori (2006)</b>	<b>Capitalizzazione totale del mercato (miliardi di \$)</b>	<b>Concentrazione (%)</b>	<b>Velocità di turnover (%)</b>	<b>Var. (%) capit. 2006/05</b>
<b>1</b>	NYSE	15.421	47,8	134,3	13,1
<b>2</b>	Tokyo	4.614	60,6	125,8	0,9
<b>3</b>	Nasdaq	3.865	61,7	269,9	7,2
<b>4</b>	Londra	3.794	84,1	124,8	24,1
<b>5</b>	Euronext	3.708	72,3	116,4	37,0
<b>6</b>	<b>Cina (Hong Kong)</b>	<b>1.715</b>	<b>78,7</b>	<b>62,1</b>	<b>62,6</b>
<b>7</b>	TSX group	1.700	70,3	173,7	14,7
<b>8</b>	Deutsche Börse	1.637	72,7	130,2	34,1
<b>9</b>	BME (Spagna)	1.323	<b>N.A</b>	167,0	37,8
<b>10</b>	SWX (Svizzera)	1.212	71,2	130,2	29,6
<b>11</b>	<b>Cina (Nazionale)</b>	<b>1.145</b>	<b>108,9</b>	<b>405,5</b>	<b>317,7</b>

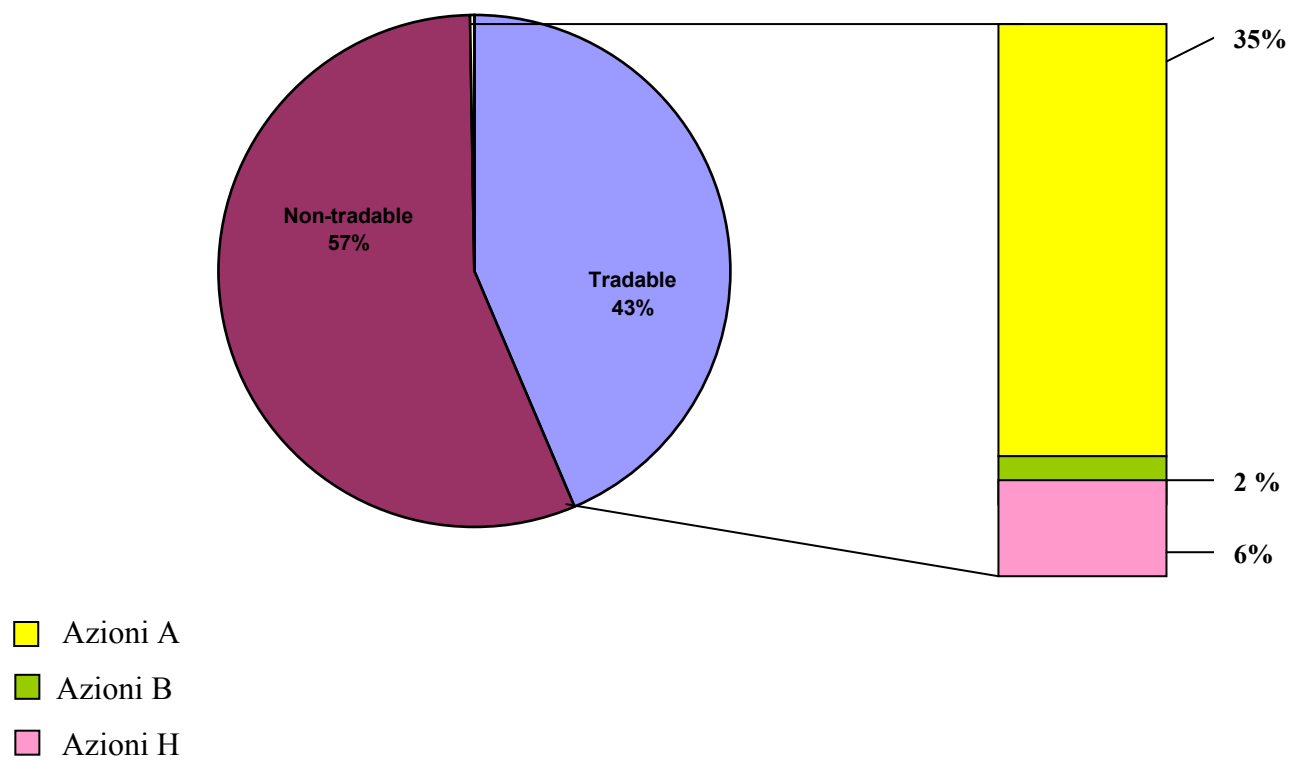
Fonte: world-exchanges.org (2006)

**FIG. 3 A - Tipologie di azioni quotate in Cina**



**Fonte:** China Securities Regulatory Commission (CSRC) 2/2006 & <http://csrc.gov.cn>

**FIG. 3 B- Tipologie di azioni quotate in Cina**



**Fonte:** China Securities Regulatory Commission (CSRC) 6/2006 & <http://csrc.gov.cn>

**TAB. 3A- Confronto tra sistemi finanziari: bank-based vs. market-based.**

	Ratios	Sistema anglosassone	Sistema francese	Sistema renano	Sistema scandin.	Media	Cina (2002)
<b>Indici di dimensione del sistema bancario e del mercato azionario</b>	Bank credit ratio	0,62	0,55	0,99	0,49	0,73	<b>1,11 (0,24)</b>
	Overhead cost ratio	0,04	0,05	0,02	0,03	0,03	<b>0,12</b>
	Market capitalization ratio	0,58	0,18	0,55	0,25	0,47	<b>0,32</b>
	Float ratio	0,31	0,07	0,37	0,08	0,27	<b>0,11</b>

**TAB. 3B**

	Ratios	Sistema anglosassone	Sistema francese	Sistema renano	Sistema scandin.	Media	Cina (2002)
<b>Indici di struttura</b>	• structure activity	-0,76	-2,03	-1,14	-1,83	-1,19	<b>-2,10</b>
	• structure size	-0,10	-1,05	-0,77	-0,69	-0,55	<b>-1,24</b>
	• structure efficiency	-4,69	-6,00	-5,17	-6,17	-5,17	<b>-1,48</b>

**TAB. 3C**

	Ratios	Sistema anglosassone	Sistema francese	Sistema renano	Sistema scandinavo	Media	Cina (2002)
<b>Indici di sviluppo finanziario</b>	• finance activity	-1,18	-3,38	-0,84	-2,86	-1,58	<b>-2,38</b>
	• finance size	5,10	4,29	5,22	4,60	4,95	<b>-2,55</b>
	• finance efficiency	2,18	0,44	2,85	1,04	2,01	<b>-0,60</b>

Fonte: Allen et al. (2005; 2007)

## Evoluzione della struttura finanziaria in Cina (1997-2006)

TAB. 4 A - Dimensioni del sistema bancario e del mercato azionario in rapporto al PIL

Anni	Bank credit ratio	Capital. ratio	Float. ratio	Overhead/ tot. activity
1997	0.95	0.24	0.07	N.A
1998	1.04	0.25	0.07	0.11
1999	1.10	0.30	0.10	0.12
2000/02	1.11	0.32	0.11	0.12
2003/05	1.17	0.39	0.12	N.A
2006	1.12	0.42	0.15	N.A

TAB. 4 B - Struttura del sistema finanziario

Anni	Structure activity	Structure size	Structure efficiency
1997	- 2.60	- 1.39	N/A
1998	- 2.65	- 1.42	- 3.23
1999	- 2.40	- 1.23	- 2.65
2000/2002	- 2.31	-1.24	- 1.48
2003/05	- 2.27	- 1.09	N/A
2006	- 2.10	- 0.98	N/A

TAB. 4C- Sviluppo del sistema finanziario

ANNI	Finance activity	Finance size	Finance efficiency
1997	- 4.22	- 3.08	NA
1998	- 4.14	- 2.92	- 1.98
1999	- 3.72	- 2.55	- 1.95
2000/02	- 2.38	- 2.56	- 0.60
2003/05	- 1.96	-2.36	N/A
2006	-1.74	-2.29	N/A

Fonte: IMF Financial Statistics & China Statistical Yearbook (Vari anni)

**TAB. 5 Prestiti in sofferenza (NPLs): in %Total Assets & (% GDP)**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Cina</b>	<b>N/A</b>	<b>2.0 (2.2)</b>	<b>9.5 (10.6)</b>	<b>18.9(24.9)</b>	<b>16.9(22.7)</b>	<b>12.6(15.2)</b>	<b>14.4(11.0)</b>	<b>11.5(10.7)</b>
Hong Kong	1.3 (3)	4.3 (10.2)	6.3 (13.9)	5.2 (12.6)	4.9 (12.9)	3.7 (9.6)	n/a	n/a
India	N/A	7.8 (1.6)	7.0 (1.6)	6.6 (1.6)	4.6 (1.7)	2.2 (0.8)	n/a (2.5)	n/a (2.2)
Indonesia	0.3 (0.2)	11.8 (4.6)	8.1 (2.0)	13.6 (3.2)	9.9 (2.2)	4.5 (0.9)	n/a (1.5)	n/a (2.1)
Japan	2.7 (5.49)	5.1 (10.8)	5.3 (10.9)	5.8 (11.5)	9.2 (15.3)	7.4 (12.8)	n/a (11.3)	n/a (7.3)
South Corea	2.9 (5.1)	4.8 (6.3)	12.9 (12.9)	8.0 (8.6)	3.4 (3.4)	2.5 (2.6)	n/a (1.9)	n/a (1.5)
Taiwan	2.4 (3.2)	3.0 (3.9)	4.0 (5.7)	5.2 (7.6)	6.2 (9.4)	4.1 (5.2)	n/a (7.7)	n/a (5.1)

Fonte: Allen et al. (2007) & OECD China's Economic Survey (09/05)

**TAB. 6 ROE & (ROA) del settore bancario**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<b>Cina</b>	<b>6.6 (0.21)</b>	<b>4.0 (0.2)</b>	<b>3.2 (0.18)</b>	<b>3.9 (0.21)</b>	<b>3.5 (0.20)</b>	<b>4.16 (0.21)</b>	<b>n/a (0.27)</b>
Hong Kong	18.7 (1.8)	11.0 (1.0)	18.2 (1.6)	18.8 (1.6)	15.7 (1.4)	15.6 (1.4)	n/a
India	17.0 ( 0.9)	9.7( 0.5)	14.2 (0.7)	10.9 (0.5)	19.2 (0.9)	19.6 (1)	n/a
Indonesia	-3.8 (-0.3)	n/a	n/a	15.9 (0.3)	9.7 (0.6)	21.1 (1.4)	n/a
Japan	-18.6 (-0.6)	-19.2 (-0.7)	2.7 (0.1)	-0.7 (0)	-10.4 (-0.5)	-14.5 (-0.6)	n/a
South Corea	-12.5 (-0.6)	-80.4 (-3.0)	-34.0 (-1.5)	-7.0 (-0.3)	15.8 (0.7)	13.1 (0.6)	n/a
Taiwan	11.2 (0.9)	9.5 (0.8)	6.9 (0.6)	5.1 (0.4)	4.0 ( 0.3)	-5.2 (-0.4)	n/a

Fonte: Allen et al. (2007) & OECD China's Economic Survey (09/05)



