

# Sistemi finanziari basati sulle banche e sul mercato: realtà o finzione?\*

BERT SCHOLTENS

## 1. Introduzione

Vari fenomeni, quali la crisi debitoria dei paesi in via di sviluppo, la rapida crescita delle economie del Sud-Est asiatico, la transizione dei paesi a economia pianificata verso un sistema di libero mercato e l'integrazione economica europea, hanno contribuito a generare un rinnovato interesse per la struttura dei sistemi finanziari. Inoltre, si è sviluppato negli Stati Uniti un vasto dibattito sulla differenza tra attività bancaria universale e intermediazione bancaria ai sensi del *Glass-Steagall Act*. In genere, da un sistema finanziario ben sviluppato si spera o ci si attende che venga una spinta all'aumento degli investimenti e della crescita economica, giacché il settore finanziario svolge tre funzioni fondamentali all'interno dell'economia: 1) raccoglie risorse finanziarie tramite l'offerta di prodotti di risparmio e investimento; 2) ripartisce le risorse; 3) fornisce un meccanismo per i pagamenti e la compensazione.

Il settore finanziario può svolgere in vari modi queste tre funzioni. Molti autori distinguono tra sistemi finanziari in cui le banche hanno un ruolo dominante e sistemi finanziari basati principalmente sul funzionamento del mercato, ritenendo che tale distinzione sia di importanza vitale per lo sviluppo economico.<sup>1</sup> Ma tale distinzione è reale o fittizia? È possibile distinguere i paesi secondo questa classifica-

---

□ University of Amsterdam, Department of Economics, Amsterdam (Paesi Bassi).

\* L'autore desidera ringraziare Dick M.N. van Wensveen e un anonimo *referee* per le loro osservazioni critiche su una versione precedente di questo articolo.

<sup>1</sup> Ad esempio Frankel e Montgomery (1991), Hellwig (1991), Allen (1993), Goodhart (1994), Steinherr e Huveneers (1994) e Davis (1995).

zione? La risposta fornita da questo saggio è negativa. Nel prossimo paragrafo viene discussa la rilevanza di tale distinzione, analizzando come la finanza basata sull'intermediazione bancaria e quella rivolta al mercato influenzano lo sviluppo economico; inoltre, viene definito il contesto in cui un sistema finanziario deve essere analizzato. Nel paragrafo 3 viene svolta un'analisi comparata dei sistemi finanziari di Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti per individuare se esistono, tra di essi, reali differenze di carattere fondamentale. La scelta di questi paesi deriva dal fatto che i loro sistemi finanziari sono frequentemente considerati come gli archetipi di un sistema basato sull'intermediazione bancaria (Germania, Giappone) e di un sistema rivolto al mercato (Regno Unito, Stati Uniti). Nel paragrafo 4 vengono presentate alcune conclusioni.

## 2. Finanza diretta e indiretta

I problemi che derivano dalla separazione della proprietà dal controllo sono stati oggetto di approfondite ricerche.<sup>2</sup> È necessario distinguere tra finanza basata sul debito e finanza basata sul capitale azionario; inoltre, tra finanza centrata sulle banche e finanza centrata sul mercato. La prima distinzione fa riferimento ai prodotti (tipi diversi di strumenti finanziari), la seconda alle istituzioni (tipi diversi di intermediari). È troppo semplice associare lo strumento del debito alla finanza basata sulle banche, e il capitale azionario a quella basata sul mercato. In numerosi paesi i mercati azionari sono dominati dalle banche e l'emissione di azioni dipende, in generale, dalle banche quanto l'estensione del credito. Inoltre, le obbligazioni si possono considerare più simili ad azioni che a prestiti (Stiglitz 1991).

Nel resto di questo articolo si dedica particolare attenzione alla distinzione tra finanza basata sulle banche e finanza rivolta al mercato.

La finanza basata sulle banche, o indiretta, consiste nell'intermediazione tra un'unità di spesa in disavanzo e un'unità di spesa in avanzo. L'intermediario finanziario è costantemente posizionato tra il

<sup>2</sup> L'articolo fondamentale è Jensen e Meckling (1976). Una recente rassegna è quella di Hart (1995).

mutuatario e il mutuante finali. L'intermediario emette in proprio titoli di credito (condizionati) e li cede al mutuatario. Allo stesso tempo detiene titoli di credito (condizionati) a nome dei mutuanti in cambio di (accesso ai) fondi.

Nella finanza di mercato, o diretta, l'intermediario finanziario si frappone solo brevemente tra mutuatario e mutuante. I titoli di credito emessi dall'unità di spesa in disavanzo vengono acquistati dai mutuatari finali. L'intermediario finanziario coordina la domanda e l'offerta di attività e trasferisce o sottoscrive i titoli in questione.

Nella finanza basata sulle banche l'intermediario agisce con delega di controllo, il che risolve in modo efficace i problemi di *free riding* che insorgono nei mercati finanziari in cui è debole la struttura degli incentivi a controllare l'emittente del debito o del capitale azionario (Diamond 1984). Per ottenere economie di scala nella raccolta e nell'analisi di informazioni è fondamentale sostenere costi fissi di monitoraggio. È molto più efficace la verifica e il controllo di un elevato numero di imprese da parte di uno specialista dell'informazione che da parte di un elevato numero di mutuanti individuali. L'intermediario raccoglie fondi dai depositanti/investitori ai quali promette un rendimento fisso, quindi distribuisce tali fondi tra vari progetti, in modo tale da ridurre il rischio (visto che i rendimenti sui progetti non sono perfettamente correlati) e dare un'offerta diversificata ai suoi mutuanti. Da un punto di vista puramente teorico, ne deriva che la finanza basata sulle banche è un canale di finanziamento migliore grazie al potenziale di raccolta ed elaborazione delle informazioni che caratterizza gli istituti di credito rispetto ai singoli agenti che operano sui mercati finanziari. Le banche hanno più facile accesso alle informazioni riguardanti il comportamento delle imprese e possiedono inoltre la capacità e gli incentivi per agire in modo da massimizzare il valore corrente della loro quota nell'azienda.

Tuttavia, Gerschenkron (1962) sostiene - sulla base dell'esperienza storica di Regno Unito, Germania e Italia - che la posizione preminente delle banche nello sviluppo economico deriva dall'arretratezza di quest'ultimo. Quando la crescita economica decolla, la finanza diretta si sostituisce gradualmente a quella indiretta; quindi i mercati finanziari hanno un ruolo dominante nel settore finanziario dei paesi altamente industrializzati. Allen (1993) afferma che la finanza di mercato è superiore a quella basata sulle banche: i mercati finanziari hanno un vantaggio comparativo nel controllare il comportamento

delle imprese, poiché un elevato numero di investitori raccoglie informazioni che vengono poi analizzate, e il risultato di queste analisi viene rivelato nei mercati finanziari tramite segnali di prezzo. Allen sostiene che sia la struttura del settore industriale, sia la forma di mercato prevalente sono elementi fondamentali per determinare le decisioni di finanziamento: la conoscenza delle tecnologie di produzione non è equamente distribuita. Tali tecnologie sembrano essere ampiamente note in settori competitivi come l'agricoltura, ma nelle strutture di mercato a carattere oligopolistico è raro che la tecnologia in uso sia diffusamente conosciuta. Ignorando tale elemento, è estremamente difficile analizzare la correttezza delle decisioni prese dall'azienda. In tali condizioni, il mercato diventa una base migliore per la finanza, visto che numerosi investitori potenziali sorveglieranno l'operato dell'impresa, mentre nella finanza basata sulle banche tale controllo avviene solo incidentalmente. Allen considera, a sostegno della sua ipotesi, le azioni innovative nell'industria automobilistica, aeronautica, elettronica e informatica statunitensi, e l'atteggiamento passivo e a carattere imitativo delle industrie tedesche e giapponesi.

Nel mondo reale la finanza diretta e quella indiretta si ritrovano in parallelo in quasi tutte le economie, nelle diverse fasi dello sviluppo economico; in realtà i sistemi finanziari sono diversi, sia per la loro struttura sia per le loro prestazioni (si veda Goldsmith 1969 e 1985). Un'altra complicazione deriva dal fatto che gli investimenti sono in gran parte autofinanziati nella maggior parte dei paesi, e il finanziamento esterno, sia di origine bancaria, sia proveniente dai mercati, copre soltanto una quota relativamente piccola del finanziamento globale (Mayer 1988, Corbett e Jenkinson 1994).<sup>3</sup> In tal caso, si può considerare la pratica un giudice equo per decretare quale sia il tipo di finanza superiore? La domanda presuppone un criterio ben definito per determinare la superiorità, ma a nostro parere tale criterio non

<sup>3</sup> Corbett e Jenkinson (1994) presentano le seguenti cifre per le fonti nette interne ed esterne di finanza durante gli anni 1970-1989 (le cifre indicano la percentuale del totale delle fonti nette):

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Interna	80,6	69,3	97,3	91,3
Esterna	19,4	30,7	2,7	8,7
- di cui finanza bancaria	11,0	30,5	19,5	16,6
- di cui nuovo capitale azionario	0,9	3,7	-10,4	-8,8

esiste. I confronti sul benessere a livello interpersonale e internazionale sono notoriamente ingannevoli e la superiorità di un certo tipo di finanza si rifà in particolare a confronti di questo genere. Una domanda molto più pertinente è se i sistemi finanziari reali siano veramente così diversi tra loro come viene ipotizzato. Si tenterà di rispondere a questa domanda facendo un confronto tra Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. I primi due sono in genere considerati come tipici rappresentanti della finanza basata sulle banche, spesso denominata sistema finanziario di tipo nipponico-europeo continentale (d'ora in poi NEC), mentre il Regno Unito e gli Stati Uniti vengono considerati come i prototipi di un sistema finanziario orientato verso il mercato (sistema finanziario di tipo anglosassone, d'ora in poi AS).

Frankel e Montgomery (1991, pp. 257-59), Steinherr e Huveneers (1994, pp. 274-75), Allen e Gale (1995, pp. 184-88) e Davis (1995, pp. 23-28) indicano tutti diverse "caratteristiche" della finanza basata sulle banche e della finanza di mercato. Da tali osservazioni possiamo ricavare gli elementi principali dei due sistemi, quello basato sull'intermediazione bancaria e quello centrato sul mercato:

- 1) nei paesi NEC, le banche hanno un ruolo predominante nella finanza aziendale.
- 2) Le banche nei paesi AS prestano solo a breve termine, mentre quelle nei paesi NEC prestano sia a breve sia a lungo termine.
- 3) Nei paesi AS si assiste a una concorrenza e a un'interazione considerevoli tra banche e mercati finanziari, mentre la concorrenza è scarsa nei paesi NEC.
- 4) Nei paesi NEC, i mercati dei titoli e gli investitori istituzionali sono scarsamente sviluppati, con un basso livello di fiducia nella finanza di mercato da parte delle imprese.
- 5) Nei paesi NEC i mercati dei *futures* e delle *options* sono a bassa liquidità, al contrario di quanto avviene nei paesi AS.
- 6) Nei paesi NEC il governo dell'azienda si realizza tramite relazioni a lungo termine e di solito le partecipazioni al debito e al capitale azionario vengono combinate. Nei paesi AS le relazioni sono meno rigide.

7) Il livello d'indebitamento delle aziende è molto più elevato nei paesi NEC che nei paesi AS.

Dal dibattito teorico richiamato sopra e dai sette aspetti suddetti risulta che la distinzione tra finanza basata sulle banche e finanza di mercato fa perno su quattro fattori: i mercati finanziari, le istituzioni finanziarie, la finanza privata e la regolamentazione finanziaria. Nei paesi AS i mercati finanziari sono ben sviluppati e le istituzioni finanziarie agiscono in un contesto fortemente concorrenziale. In questi paesi gli investitori istituzionali rappresentano una parte importante del sistema finanziario, mentre nei paesi NEC sono le banche a dominare il mercato. La finanza di tipo azionario è importante nei paesi AS, e il controllo aziendale viene realizzato tramite partecipazione azionaria. Nei paesi NEC domina la finanza di tipo bancario e il controllo aziendale viene realizzato "a voce" (relazioni a lungo termine, rappresentanza nei consigli di amministrazione delle società, e così via). La regolamentazione finanziaria è molto più liberale nei paesi AS, dove prevale la fiducia nei meccanismi di mercato.

Dato che solo una piccola quota degli investimenti viene in realtà finanziata mediante credito, perché dovremmo preoccuparci della struttura del sistema finanziario? La ragione è che sembra vi sia una relazione simbiotica tra finanza e crescita, ed esiste un'associazione significativa e positiva tra sviluppo finanziario e sviluppo economico (Goldsmith 1969, King e Levine 1993a, 1993b e 1993c, Demirgüç-Kunt e Levine 1996) ma il nesso causale tra i due non è chiaro (si veda, ad esempio, Sussman 1995). Inoltre, in che modo un sistema finanziario basato sull'intermediazione bancaria o un sistema orientato verso il mercato possono influenzare lo sviluppo economico? La teoria dell'intermediazione finanziaria e quella moderna della crescita offrono varie spiegazioni del perché i mercati finanziari e/o gli istituti di credito possono stimolare la crescita economica. Vediamole brevemente.<sup>4</sup>

Per i mercati finanziari il canale di trasmissione più importante è rappresentato dalla loro creazione di liquidità. I mercati finanziari ad alta liquidità riducono il rischio legato all'investimento e offrono agli investitori la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento. Tutto ciò si accompagna a una maggiore disponibilità di autofinanzia-

<sup>4</sup> Si vedano le recenti pubblicazioni di Berthélemy e Varoudakis (1996) e Galeovic (1996).

mento. I mercati finanziari stimolano la raccolta di informazioni e, permettendo le acquisizioni, aiutano a migliorare il governo delle aziende. D'altro canto una maggiore liquidità potrebbe incoraggiare una certa miopia da parte degli investitori, il che potrebbe portare a un affievolimento dei loro impegni e a una riduzione degli incentivi a esercitare un controllo aziendale. Invece l'istituzione di relazioni a lungo termine può essere considerata un vantaggio, in termini comparati, della finanza basata sulle banche. Di per sé le banche acquisiscono informazioni ed esercitano un controllo aziendale; inoltre, fornendo credito esse permettono ai risparmiatori di diversificare il rischio offrendo, allo stesso tempo, liquidità. L'evoluzione del settore reale riduce il premio collegato al credito, soprattutto mediante cambiamenti dei tassi d'interesse passivi e dell'efficienza finanziaria del mutuatario. Tale situazione, a sua volta, può stimolare ulteriormente lo sviluppo (Sussman 1995): risultano fondamentali, in tal senso, i rendimenti crescenti di scala in campo finanziario e gli effetti esterni della finanza sulla profittabilità (attesa). Ne deriva che lo sviluppo finanziario può influenzare il settore reale tramite l'intermediazione dei risparmi a favore degli investimenti, poiché migliora l'allocazione dei capitali e influenza la propensione a risparmiare (Pagano 1993). In breve, il sistema finanziario si sviluppa in modo da far fronte ai problemi d'agenzia e di informazione, ma senza poterli risolvere completamente. Inoltre fornisce incentivi volti a ottimizzare gli sforzi da parte dei dirigenti/imprenditori, il tasso d'investimento e il costo del capitale.

Quattro sono gli elementi che compongono la struttura del sistema finanziario: mercati finanziari, istituzioni finanziarie, finanza privata, regolamentazione finanziaria. I mercati finanziari forniscono liquidità e offrono la possibilità di diversificare il rischio. Le istituzioni finanziarie forniscono liquidità e possibilità di diversificazione ai risparmiatori e offrono credito alle imprese. Tali compiti possono essere separati e attribuiti a intermediari finanziari specializzati. La finanza privata rappresenta un collegamento vitale con il settore reale. Le istituzioni e i mercati finanziari offrono l'occasione di finanziare gli investimenti e d'influencare la gestione dell'azienda. La regolamentazione finanziaria può tutelare i depositanti e gli investitori dall'inflazione e dagli shock di liquidità che le istituzioni e i mercati finanziari potrebbero generare, poiché essi non eliminano le asimmetrie informative, bensì le riducono o le trasformano soltanto.

Il resto dell'articolo è dedicato all'analisi dello stato del sistema finanziario, tralasciando le relazioni potenziali tra i vari tipi di sistemi finanziari e lo sviluppo economico.

### 3. La struttura dei sistemi finanziari: Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti

In questo paragrafo ci occuperemo dei mercati finanziari, delle istituzioni finanziarie, della finanza privata e della regolamentazione finanziaria. Alla luce di questi quattro elementi, esamineremo la situazione attuale in Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti, e cercheremo di vedere, in primo luogo, se vale la dicotomia tra sistema finanziario basato sulle banche e sistema finanziario orientato verso il mercato e, in secondo luogo, se, alla fine del XX secolo, sia corretto considerare Germania e Giappone come tipici esempi di un sistema finanziario basato sull'intermediazione bancaria, e Regno Unito e Stati Uniti come modelli tradizionali di un sistema finanziario orientato verso il mercato.

#### 3.1. Mercati finanziari

I mercati finanziari offrono liquidità e opportunità di diversificazione agli investitori (King e Levine 1993a). Nella tabella 1 troviamo i principali indicatori riguardanti i mercati finanziari dei quattro paesi in esame. Tutti hanno borse valori: in Germania e nel Regno Unito ve n'è una dominante, in Giappone e negli Stati Uniti vi sono importanti concorrenti. Il maggior numero di società quotate in borsa si trova negli Stati Uniti, il minor numero in Germania. Le borse valori tedesche e britanniche sono le più internazionali. La più elevata capitalizzazione di mercato in relazione al Pil si registra nel Regno Unito, la più bassa in Germania. Gli scambi azionari negli Stati Uniti sono quasi dieci volte superiori a quelli in Germania, e cinque volte superiori a quelli in Giappone e nel Regno Unito; l'indice di rotazione (*turnover*) è massimo in Germania, minimo in Giappone. Nel Regno Unito vi è la più elevata concentrazione del mercato azionario, mentre la più bassa risulta in Germania. Per quanto riguarda il mercato

obbligazionario, il numero più elevato di titoli quotati si trova in Germania, soprattutto titoli emessi da istituzioni private. Nel Regno Unito, sono importanti i titoli esteri (in particolare euroobbligazioni). Il più elevato valore di mercato delle obbligazioni in rapporto al Pil si rileva in Germania, mentre è carente negli Stati Uniti. Gli scambi di derivati si sono sviluppati soprattutto nel Regno Unito, tranne nel caso dei contratti sui tassi d'interesse, in cui il Giappone è capofila.

Dalla tabella 1 non è possibile rilevare un singolo caso in cui i quattro paesi rientrino nel tradizionale modello dicotomico di sistema finanziario basato sulle banche o orientato verso il mercato. I mercati finanziari sembrano essere maggiormente liquidi nel Regno Unito e in Giappone. Negli Stati Uniti è particolarmente sviluppato il mercato azionario, mentre in Germania lo sono soprattutto i mercati obbligazionari; più arretrati sono i mercati obbligazionari statunitensi e il mercato azionario e dei derivati tedesco. Notiamo un notevole contrasto in Germania nello sviluppo del mercato azionario e del mercato obbligazionario (si veda anche Kregel 1992). Tutti i paesi offrono notevoli possibilità di diversificazione, sebbene la composizione di tali opportunità differisca da paese a paese. Quindi non esiste una base empirica che permetta di avallare l'osservazione fatta nel punto 4 del paragrafo 2, rispetto al mancato sviluppo dei mercati finanziari nei paesi NEC. L'osservazione 5 sulla scarsa liquidità dei mercati a termine (derivati) nei paesi NEC viene anch'essa contraddetta dai dati della tabella 1.

#### 3.2. Istituzioni finanziarie

Come i mercati finanziari, le istituzioni finanziarie offrono liquidità e opportunità di diversificazione (Levine 1993). Inoltre possono esercitare un controllo sulle aziende: ad esempio, nel Regno Unito le istituzioni finanziarie locali detengono più del 60% dei titoli azionari; in Germania e negli Stati Uniti le istituzioni corrispondenti ne detengono meno del 30% (si veda il paragrafo 3.4). Negli Stati Uniti e nel Regno Unito i fondi pensione sono di gran lunga i principali azionisti tra gli intermediari finanziari, mentre in Germania e in Giappone sono gli istituti di credito e le compagnie di assicurazione a detenere tale primato.

TABELLA 1

## MERCATI FINANZIARI NEL 1995

	Germania	Giappone <sup>a</sup>	Regno Unito	Stati Uniti <sup>b</sup>
Numero dei mercati finanziari	8	8	5	8
Azioni				
Numero di società quotate	1622	3013	2502	8432
- di cui estere	944	77	531	705
Capitalizzazione di mercato (Mld \$)	577	3667	1347	8473
Capitalizzazione di mercato <sup>c</sup>	24	86	107	61
Scambi azionari (Mld \$)	594	1146	1153	5660
- di cui società estere (Mld \$)	14	1	627	342
Indice di rotazione <sup>d</sup>	103	31	86	67
Concentrazione di mercato <sup>e</sup>	67	51	72	58
Titoli a reddito fisso				
Numero di titoli obbligazionari quotati	22280	2361	6954	2170
- di cui esteri	1034	104	3260	201
- di cui del settore pubblico	1573	247	184	785
Valore di mercato (Mld \$)	2181	3887	998	2748
Valore di mercato <sup>f</sup>	90	82	85	35
Derivati				
Cambio estero - OTC <sup>g</sup>	45	112	292	132
Tassi d'interesse - OTC	11	26	59	32
Cambio estero - negoziato in borsa	0	0	9	5
Tassi d'interesse - negoziati in borsa	36	451	238	191

<sup>a</sup> Osaka, Tokyo.

<sup>b</sup> Amex, Chicago, Nasdaq, NYSE per azioni e Nasdaq e NYSE per obbligazioni.

<sup>c</sup> Espresso in percentuale del Pil, 1994.

<sup>d</sup> Volume di azioni negoziate diviso per la capitalizzazione di mercato.

<sup>e</sup> Quota percentuale dei cinque fondi principali nella capitalizzazione totale di mercato.

<sup>f</sup> Volume medio giornaliero degli scambi in Mld \$, aprile 1995.

<sup>g</sup> Over the counter.

Fonti: Bank for International Settlements, Comunicato Stampa, 18 dicembre 1995; Bank for International Settlements, *Central Bank Survey of Derivatives Market Activity*; Federazione Internazionale delle Borse Valori, *Relazione Annuale e Statistiche 1995*.

Esaminiamo prima la composizione del settore finanziario e di seguito la struttura del credito bancario.

La tabella 2 descrive la composizione del settore finanziario espressa mediante la distribuzione delle attività finanziarie tra i prin-

TABELLA 2

 COMPOSIZIONE DELLE ATTIVITÀ DEL SETTORE FINANZIARIO RISPETTO  
 AI VARI TIPI DI ISTITUZIONI FINANZIARIE  
 (1993; in percentuale del totale delle attività finanziarie nel settore)

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Fondi pensione	1	2	27	30
Compagnie di assicurazione vita	9	17	24	15
Altre compagnie di assicurazione	5	2	4	5
Fondi d'investimento	5	5	5	17
Banche	80	73	40	33

Fonti: IMF, *International Capital Markets*, 1995, p. 166; IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1995.

cipali tipi di intermediari finanziari, cioè banche, compagnie di assicurazione vita e non vita, fondi d'investimento e fondi pensione. In Germania e in Giappone le banche dominano il panorama finanziario, mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti gli istituti di credito devono affrontare la concorrenza degli investitori istituzionali. La tabella 2 conferma quindi l'osservazione 4 per quel che riguarda la debolezza degli investitori istituzionali nei paesi NEC. Tuttavia uno sguardo ravvicinato rivela che la quota del totale delle attività finanziarie detenuta dalle assicurazioni del ramo vita è in Giappone maggiore che negli Stati Uniti. La differenza fondamentale riguarda le attività finanziarie detenute dai fondi pensione rispetto a quelle detenute dalle banche (le voci fuori bilancio delle banche compensano solo in parte la situazione). In questo caso sono decisive le differenze istituzionali. L'ambito operativo delle banche in Giappone, Regno Unito e Stati Uniti è molto più limitato di quello delle banche tedesche (si veda il paragrafo 3.4), per cui il panorama creditizio e il potenziale concorrenziale, in questi paesi, differiscono in modo notevole. Ad esempio, la Germania ospita una gamma molto estesa di banche, e le banche commerciali detengono solo una piccola quota delle attività totali.<sup>5</sup> Negli Stati Uniti le banche commerciali detengono due terzi degli attivi bancari. La concorrenza nel settore bancario - misurata tramite il coefficiente di concentrazione - vede al primo posto gli Stati Uniti, all'ultimo il Regno Unito.

<sup>5</sup> Le tre banche tedesche principali detenevano nel 1994 il 9% del totale delle attività creditizie. La quota detenuta dalle banche commerciali era del 24% (*Deutsche Bundesbank, Relazione Annuale 1996*).

Le concentrazioni a livello bancario di Germania e Giappone sono più prossime a quella statunitense che a quella britannica.<sup>6</sup> Tale situazione contraddice l'osservazione 3 sulla concorrenza tra istituzioni finanziarie.

Per quanto riguarda i fondi pensione, sia negli Stati Uniti sia nel Regno Unito sono comuni gli schemi pensionistici privati, ai quali si aggiungono una pensione statale, inclusa nel regime di previdenza sociale, e versamenti per costituire pensioni individuali (si vedano Kidwell, Peterson e Blackwell 1993, e Piesse, Peasnell e Ward 1995). In Giappone i contributi pensionistici sono di responsabilità del singolo, sebbene esista una minima pensione statale alimentata su base di ripartizione (Ito 1992). Inoltre praticamente tutti i lavoratori riscuotono una liquidazione al momento della pensione. Le pensioni aziendali sono rare. I lavoratori di solito aderiscono a regimi pensionistici aziendali e ricevono al momento del pensionamento rendite vitalizie piuttosto che un pagamento in un'unica soluzione. I fondi pensione rappresentano una quota significativa del totale delle passività delle banche fiduciarie giapponesi. In Germania, la costituzione di una pensione privata tramite fondi pensione indipendenti è ancora allo stadio iniziale. Il regime pensionistico tedesco è formato da tre elementi (Edwards e Fischer 1994): il primo, e il più importante, è la pensione statale su base di ripartizione. Il secondo è composto dalla costituzione di una pensione personale mediante il risparmio, nella forma di contributi a fondi pensione e a imprese di assicurazione vita. Il terzo elemento è il regime pensionistico d'impresa, che può essere di vari tipi. Una pratica diffusa è l'intervento diretto delle imprese nel costituire un fondo pensioni per i propri lavoratori, investito nell'azienda stessa. La liquidazione delle pensioni viene finanziata tramite l'imputazione dei contributi al bilancio dell'impresa, con il risultato che le aziende si trovano a detenere enormi riserve interne a fini pensionistici.

<sup>6</sup> Le attività delle cinque (dieci) banche principali espresse in percentuale di tutte le banche dei quattro paesi considerati sono le seguenti:

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
C5	17	27	57	13
C10	28	43	78	21

Fonte: Banca Europea dei Regolamenti Internazionali, *Relazione Annuale 1996*.

TABELLA 3

## STRUTTURA DEL CREDITO AL SETTORE PRIVATO NEL 1993

	Germania	Giappone	Regno Unito <sup>a</sup>	Stati Uniti
Credito totale (% Pil)	125	202	117	114
Percentuale di credito alle famiglie	38	28	54	53
Percentuale di azioni nel credito totale	6	10	19	20
Percentuale di mutui o titoli di altri intermediari finanziari nel credito totale	10	42	6	40
Percentuale di mutui di altri intermediari finanziari nel totale dei mutui	11	46	8	50
Percentuale di credito a breve termine nel credito totale	16	30	31	15
Percentuale di credito a tasso variabile collegato al breve termine ( $\leq 1$ anno) nel credito totale	23	35	73	20
Percentuale di credito a tasso variabile collegato al breve termine ( $\leq 1$ anno) nel credito totale alle famiglie	30	8	90	25
Percentuale di credito a tasso variabile nel credito totale alle imprese	19	38	48	15
Percentuale di mutui bancari garantiti da ipoteche su proprietà immobiliari nel credito totale	30	28	32	56

<sup>a</sup> Il Regno Unito include le società di credito edilizio.

Fonte: Borio (1996, pp. 79-103).

La tabella 3 evidenzia le principali caratteristiche del credito privato. La voce principale è il credito totale espresso come percentuale del Pil. Tale percentuale è più elevata in Giappone. Il credito al consumo è più elevato nel Regno Unito e negli Stati Uniti, con una percentuale doppia rispetto a quella giapponese. Il credito cartolarizzato nel Regno Unito e negli Stati Uniti è tre volte quello presente in Germania, e il doppio di quello in Giappone. Queste due ultime voci sono le uniche che permettono di mantenere la distinzione tra i quattro paesi seguendo la tradizionale dicotomia tra sistema finanziario basato sull'intermediazione bancaria o orientato verso il mercato. L'intermediazione finanziaria non bancaria vede al primo posto gli

Stati Uniti e il Giappone. Nel Regno Unito e in Giappone prevale il credito a breve termine, che costituisce il 30% del credito totale, praticamente il doppio rispetto a Stati Uniti e Germania. Il credito a tasso variabile è molto più diffuso nel Regno Unito di quanto non lo sia altrove: gli Stati Uniti e la Germania dimostrano in questo caso una scarsa flessibilità. Notevole è la differenza tra il credito alle famiglie e il credito alle imprese. Per quanto riguarda il primo, vi è poca flessibilità in Giappone, e molta nel Regno Unito (in particolare a causa dei mutui ipotecari a tasso variabile). Nel credito alle imprese, le differenze sono molto inferiori. Di nuovo al primo posto si trova il Regno Unito, seguito a poca distanza dal Giappone. La quota di mutui garantiti da ipoteche su proprietà immobiliari viene considerata come indice di collateralizzazione. Negli Stati Uniti tale quota è il doppio rispetto a quella degli altri paesi. In base ai dati riportati nella tabella 3, possiamo concludere che la struttura del credito al settore privato differisce notevolmente da paese a paese. Tuttavia solo in due casi su dieci tale divergenza segue il modello indicato.

Il ruolo delle istituzioni finanziarie è chiaramente diverso nei quattro paesi in questione, principalmente come conseguenza delle differenze nelle modalità adottate per assicurare i redditi agli anziani, nel campo d'azione delle attività bancarie e nella struttura del settore creditizio. Le osservazioni 2 e 3 (una prevalenza di prestiti a breve termine e una maggiore concorrenza nei paesi AS) non risultano confermate. I fondi pensione sono poco sviluppati nei paesi NEC (osservazione 4), ma è ben sviluppata l'attività assicurativa.

### 3.3. Finanza privata

L'influenza del sistema finanziario sull'economia è stata attribuita al modo in cui le imprese vengono finanziate e al modo in cui il settore privato distribuisce le proprie risorse. La tabella 4 rivela che il totale delle attività materiali espresso in percentuale del Pil è maggiore in Giappone e negli Stati Uniti, mentre è più basso nel Regno Unito. Il capitale fisso è elevato in Germania. Per quanto riguarda i debiti, gli Stati Uniti sono chiaramente fuori linea rispetto agli altri paesi. Il credito commerciale è importante in Giappone e trascurabile in Germania. Le partecipazioni azionarie nelle aziende statunitensi sono praticamente inesistenti, mentre altrove sono rilevanti. Nel caso delle pas-

sività finanziarie è la Germania a essere fuori linea con ingenti debiti esterni. Per gli altri paesi, le passività finanziarie sono allo stesso livello (circa il 45% delle attività materiali più quelle finanziarie). Si deve notare che i debiti espressi in percentuale del totale delle passività finanziarie sono elevati in Giappone e negli Stati Uniti, mentre non lo sono in Germania. Ne deriva quindi che non vi sono prove che confermino l'osservazione 7 sul relativo indebitamento delle aziende nei paesi NEC. Rispetto al capitale azionario, risulta una differenza accentuata tra Germania e Giappone da un lato, e Regno Unito e Stati Uniti dall'altro. In questo caso regge la tipica distinzione NEC/AS e viene confermata l'osservazione 4.

TABELLA 4

BILANCIO DEL SETTORE DELLE IMPRESE NON FINANZIARIE  
(1993; espresso in percentuale del totale delle attività materiali e finanziarie; Giappone 1992)

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Totale delle attività materiali	67,7	73,7	66,8	79,1
- di cui capitale fisso	58,6	32,9	25,8	44,0
- di cui scorte	9,1	4,6	9,4	10,9
Totale delle attività finanziarie	32,3	26,3	33,2	20,9
- di cui titoli di debito	15,6	16,3	8,2	8,5
Credito commerciale concesso	2,7	15,5	7,9	9,7
Capitale azionario	8,4	5,9	10,3	0,1
Totale delle passività finanziarie	93,9	44,1	44,0	43,7
- di cui titoli di debito	34,1	41,7	26,6	35,7
Capitale azionario	13,9	4,3	65,8	70,6
Credito commerciale ricevuto	1,6	11,9	8,4	7,9
PM: attività totali espresse in % del Pil	197	243	152	232

Fonte: Kneeshaw (1995, p. 28).

Corbett e Jenkinson (1994) ritengono che l'autofinanziamento sia di gran lunga la fonte principale d'investimento (si veda nota 3). Con il 70% il Giappone ha la percentuale più bassa di autofinanziamento; la stessa percentuale è pari all'80% in Germania, mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti è al di sopra del 90%. Per quanto riguarda le fonti di finanziamento esterne, il credito bancario è nettamente la fonte principale in tre dei quattro paesi esaminati; l'eccezione è costituita dagli Stati Uniti dove, come fonte esterna, è altrettanto importante il finanziamento tramite obbligazioni. Gli istituti di



credito britannici e statunitensi hanno contribuito agli investimenti con una quota maggiore di quanto non abbiano fatto le banche tedesche, mentre il capitale azionario è stato più un utilizzo netto di fondi che una fonte netta di fondi negli ultimi due decenni. Quindi la finanza esterna è più importante in Giappone e in Germania di quanto non lo sia negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In questo ambito, la fonte più importante di finanziamento è il credito bancario. Il finanziamento esterno mediante titoli azionari sembra contribuire poco agli investimenti netti. Tali cifre sono in contrasto con la distinzione tradizionale tra finanza basata sulle banche e finanza di mercato, e rivelano che la relazione tra mercati finanziari altamente sviluppati, bilancio del settore delle imprese e finanziamento degli investimenti non è così netta come è stato ipotizzato. Inoltre, aggiungendo i dati della tabella 4, viene a essere confutata l'osservazione 1 sulla predominanza delle banche nella finanza aziendale dei paesi NEC.

Prowse (1994) afferma che le acquisizioni ostili sono il principale meccanismo disciplinatore utilizzato negli Stati Uniti e nel Regno Unito, al contrario di ciò che avviene in Germania e in Giappone dove tali acquisizioni vengono raramente realizzate. In Giappone la disciplina viene mantenuta mediante un controllo svolto dalle istituzioni finanziarie o tramite contatti informali (Berglöf 1991). In Germania esiste anche un monitoraggio che viene effettuato da azionisti individuali e non finanziari, e il consiglio di amministrazione ha un certo potere sulla dirigenza. Le imprese britanniche e statunitensi si affidano maggiormente al mercato esterno per il controllo sulle aziende rispetto a quanto fanno le loro corrispondenti tedesche e giapponesi: i meccanismi disciplinatori interni sono più deboli nei paesi AS. Edwards e Fischer (1994) - così come Chirinko e Elston (1995) e Gorton e Schmid (1996), ma al contrario di Cable (1985) - dimostrano che l'impatto del meccanismo di controllo delle imprese in Germania, in particolare rispetto al ruolo delle banche, non ha condotto a un miglioramento significativo delle prestazioni delle aziende. Horiuchi e Okazaki (1994) e Weinstein e Yafeh (1995) esprimono dubbi sui vantaggi del sistema bancario giapponese, mentre Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1990 e 1991) vi trovano effetti positivi.

Quindi vi è una notevole differenza nella finanza aziendale dei nostri quattro paesi. Tale divergenza riguarda la struttura del bilancio, il finanziamento degli investimenti e il controllo sulle imprese. Considerando questi tre elementi, i paesi possono essere raggruppati se-

condo la dicotomia banca/mercato. Tuttavia, per quanto riguarda il finanziamento degli investimenti, tale divisione viene basata su un'osservazione "controintuitiva", secondo la quale la finanza esterna è più preponderante in Germania e in Giappone di quanto non lo sia negli altri due paesi.

La tabella 5 illustra la composizione relativa del bilancio nel settore delle famiglie nei quattro paesi. I beni tangibili costituiscono le attività principali dei nuclei familiari tedeschi e giapponesi, i quali hanno relativamente meno attività finanziarie delle loro controparti britanniche e statunitensi. Inoltre i titoli di debito sono il tipo principale di crediti finanziari nei primi due paesi, mentre negli altri due sono più importanti i crediti assicurativi o pensionistici e le partecipazioni azionarie dirette. Possiamo dunque concludere che per quanto concerne la composizione delle attività delle famiglie nei quattro paesi esaminati vale la distinzione tradizionale. Tuttavia a livello di debito è chiaramente un'eccezione il Giappone, dove le passività finanziarie sono essenzialmente a breve termine, mentre negli altri tre paesi le passività finanziarie delle famiglie sono soprattutto a lungo termine, in particolare in Germania.

TABELLA 5

## BILANCIO DEL SETTORE FAMIGLIE

(1993; espresso in percentuale del totale delle attività materiali e finanziarie; Giappone 1992)

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Totale delle attività materiali	56,3	59,2	43,8	36,5
- di cui abitazioni	-	-	39,4	26,2
Totale delle attività finanziarie	43,7	40,8	56,2	63,5
- di cui titoli di debito	28,9	27,3	15,9	17,2
- di cui azioni	2,3	2,5	7,2	11,0
- di cui fondi comuni d'investimento a capitale variabile	-	1,5	1,2	4,0
- di cui pensioni/assicurazioni	12,5	9,4	30,3	19,4
Totale delle passività finanziarie	15,6	11,7	16,1	16,0
- di cui a lungo termine	14,5	4,7	12,2	11,8
PM: totale degli attivi materiali finanziari in percentuale del reddito personale disponibile	498	818	635	576

Fonte: Kneeshaw (1995, p. 12).

Questa indagine sulla finanza privata rivela, rispetto al ruolo del capitale azionario nei bilanci delle imprese non finanziarie e delle famiglie, un'accentuata distinzione tra Regno Unito e Stati Uniti da una parte, e Germania e Giappone dall'altra: i titoli azionari sono molto più importanti per i cittadini e per le imprese dei primi due paesi di quanto non lo siano negli altri due. Tuttavia nel caso di quasi tutti gli altri indicatori della finanza privata non ritroviamo tale dicotomia. In generale, i dati discussi in questo paragrafo contraddicono le osservazioni 1 e 7 del paragrafo 2 (sulla predominanza delle banche nella finanza aziendale e nell'indebitamento delle imprese), mentre rimane valida l'osservazione 6 (sulle relazioni banca/impresa).

### 3.4. Regolamentazione finanziaria

La regolamentazione nel settore finanziario è molto vasta, in primo luogo a causa del rischio di scarsa liquidità per l'intermediario finanziario (Diamond e Dybvig 1983). I motivi principali per la realizzazione di una vigilanza prudenziale sono la tutela dei depositanti e la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario (Goodhart e Schoenmaker 1995). La regolamentazione finanziaria viene anche utilizzata per altri fini, ad esempio per influenzare la struttura del settore industriale (Gertler e Rose 1994) e lo sviluppo economico (Fry 1995). I cambiamenti nella normativa hanno soprattutto origine da mutamenti nelle preferenze politiche e da differenze culturali. Vale la pena osservare che la regolamentazione finanziaria giapponese del dopoguerra ricalca quella statunitense. Anche le normative finanziarie tedesca e britannica sono abbastanza simili tra loro, grazie soprattutto alle direttive dell'Unione Europea. Vi sono tuttavia ancora differenze notevoli. Questo paragrafo è dedicato alla vigilanza che viene esercitata sulle banche e sui mercati finanziari e ai vincoli sul controllo aziendale da parte delle istituzioni finanziarie.

La tabella 6 indica i responsabili della vigilanza sulle banche e sui mercati finanziari. Nel Regno Unito,<sup>7</sup> la politica monetaria e la vigilanza bancaria sono combinate, il che avviene, anche se in misura molto minore, anche in Giappone e negli Stati Uniti; in Germania,

<sup>7</sup> Nell'estate 1997, il nuovo governo britannico ha annunciato la separazione di queste due funzioni della Banca d'Inghilterra.

invece, le due funzioni sono rigorosamente separate. L'indipendenza delle autorità monetarie dalle interferenze del governo è rilevante, poiché si basa sull'ipotesi che una banca centrale più indipendente sia all'origine di livelli inferiori d'inflazione. Inoltre, si ritiene che l'indipendenza della banca centrale influenzi il livello e la variabilità della crescita, della disoccupazione e dei tassi d'interesse (reali). Nella tabella 6, l'indipendenza della banca centrale è rappresentata tramite un indice (che cresce al crescere dell'indipendenza) stimato da Alesina e Summers (1993). La Bundesbank viene considerata la banca più indipendente, mentre la meno indipendente è la Banca d'Inghilterra. Per quanto riguarda la vigilanza prudenziale, tutti i paesi aderiscono ai principi dell'Accordo di Basilea sul capitale azionario e sulla solvibilità degli istituti di credito. Molto diverse sono le politiche sulla liquidità delle banche. Negli Stati Uniti molte istituzioni interferiscono nella vigilanza bancaria. Nel Regno Unito e in Germania esiste un unico organismo responsabile della vigilanza prudenziale sulle banche (Banca d'Inghilterra e Ufficio Federale per la vigilanza bancaria). In Giappone la funzione di vigilanza è una responsabilità condivisa dalla Banca del Giappone e dal Ministero delle finanze. I controllori dei mercati finanziari dei quattro paesi collaborano tra di loro, fra l'altro, nell'International Organization of Securities Commission. In Giappone la vigilanza dei mercati finanziari e dei suoi partecipanti è realizzata esclusivamente dal Ministero delle finanze. Al contrario di quanto avviene negli altri paesi, le autorità giapponesi consigliano i principali azionisti su aspetti particolari delle loro operazioni di *trading*. Altre volte la regolamentazione ha come obiettivo la regolarità di funzionamento del mercato e l'affidabilità per chi vi partecipa. La Commissione Federale di Vigilanza della Borsa Valori in Germania (Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel) controlla le transazioni e gli operatori. Nel Regno Unito, il Securities and Investment Board (SIB) è responsabile di tutta una serie di attività d'investimento. Tale responsabilità viene delegata a vari organismi individuali, le organizzazioni di auto-regolamentazione. Il SIB controlla l'efficacia di queste ultime. Tale sistema regolatore conduce a numerose sovrapposizioni di competenze con un aumento dei costi di regolamentazione. Negli Stati Uniti vi sono varie agenzie federali che hanno la responsabilità di regolamentare il mercato azionario. Anche le legislazioni interne degli stati federali sui valori mobiliari influenzano gli operatori dei mercati mobiliari.

TABELLA 6

VIGILANZA BANCARIA E CONTROLLO SUL MERCATO  
(a metà degli anni '90)

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Istituzione monetaria	Deutsche Bundesbank	Banca del Giappone	Banca d'Inghilterra	Federal Reserve Board
Indipendenza della banca centrale	4	2,5	2	3,5
Agenzia di vigilanza prudenziale bancaria	Commissione Federale di Vigilanza Bancaria	Banca del Giappone, Ministero delle finanze	Banca d'Inghilterra	Comptroller of the Currency, Federal Reserve Board, Governi federali, Federal Deposit and Insurance Corporation
Agenzia di Controllo dei mercati finanziari	Commissione Federale di controllo della Borsa Valori	Ministero delle finanze	Securities and Investment Board, Organizzazioni di auto-regolamentazione (Recognized Investment Exchanges, Securities and Futures Authority)	Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, Agenzie Federali, Legislazioni Federali sui Valori Mobiliari

Fonti: Alesina e Summers (1993), Edwards e Fischer (1994), Goodhart e Schoenmaker (1995), Ito (1992), Kidwell, Peterson e Blackwell (1993), Piesse, Peasnell e Ward (1995).

La tabella 6 illustra chiaramente come la regolamentazione finanziaria sia organizzata in modo diverso da paese a paese. Solo nel caso del controllo dei mercati finanziari troviamo la solita separazione tra sistemi basati sull'intermediazione bancaria e sistemi orientati verso il mercato: i primi hanno una vigilanza centralizzata, i secondi utilizzano una vigilanza decentralizzata.

Prowse (1994) analizza i vincoli legali sul controllo aziendale da parte delle società finanziarie nei quattro paesi in questione. Tali vincoli sono più restrittivi negli Stati Uniti. Nel Regno Unito e in Giappone viene ampiamente applicata una regolamentazione informale, mentre in Germania prevale un'impostazione più liberale. Negli Stati Uniti, tutte le istituzioni finanziarie sono notevolmente limitate nella

loro capacità di detenere e utilizzare grandi partecipazioni azionarie nelle imprese. Inoltre, viene ostacolata la detenzione di partecipazioni azionarie da parte di società non finanziarie. A parte considerazioni relative alla difesa della concorrenza, tali regole sono applicate anche nell'interesse della diversificazione. Le norme giapponesi limitano le partecipazioni azionarie da parte di istituti di credito e compagnie assicurative, ma tale regolamentazione non riguarda i fondi di riserva delle assicurazioni e i fondi pensione. Le legislazioni riguardanti anti-trust e *insider trading* sono simili a quelle statunitensi. Il Regno Unito ha poche restrizioni di tipo formale, ma le banche necessitano dell'autorizzazione della Banca d'Inghilterra prima di acquisire notevoli partecipazioni azionarie. Gli altri intermediari finanziari operano sulla base di limiti autoimposti. Le istituzioni finanziarie tedesche hanno un discreto margine di libertà nell'acquisizione di partecipazioni azionarie e nel controllo sulle aziende. Gli azionisti sono scarsamente tutelati. Ne deriva che la distinzione tra finanza basata sulle banche e finanza di mercato si riflette nei vincoli imposti al controllo sulle aziende. La ripartizione dei titoli mobiliari all'interno dell'economia di questi quattro paesi è data nella tabella 7: le banche sono importanti azionisti in Germania e in Giappone, ma non negli Stati Uniti e nel Regno Unito. In questi due ultimi paesi, sono i fondi pensione le istituzioni finanziarie che detengono la maggiore percentuale di titoli azionari. Si noti che il totale dei valori mobiliari detenuto da istituzioni finanziarie in Germania è molto inferiore al totale detenuto in Giappone, mentre è quasi pari a quello statunitense. Tra le istituzioni non finanziarie, il settore delle imprese è l'azionista maggiore in Germania e in Giappone. Da notare anche che le famiglie detengono, negli Stati Uniti, la metà dei valori mobiliari.

La regolamentazione finanziaria serve a strutturare le operazioni degli intermediari finanziari, ma il suo contenuto e la sua organizzazione può essere molto diversa. Questo paragrafo ha mostrato che la politica monetaria, la vigilanza prudenziale delle banche, il controllo dei mercati finanziari e i limiti al controllo delle aziende in questi paesi non coincidono con la tradizionale distinzione tra i due tipi di sistemi finanziari. Soltanto nel caso della proprietà azionaria troviamo una separazione che segue i confini tradizionali: le banche e le imprese sono azionisti relativamente importanti in Germania e in Giappone, ma non nel Regno Unito e negli Stati Uniti, dove sono i fondi pensione a essere gli azionisti "finanziari" principali, mentre le famiglie dominano tra gli azionisti "non finanziari".

TABELLA 7

PROPRIETÀ AZIONARIA  
(1993, espressa in percentuale del totale)

	Germania	Giappone	Regno Unito	Stati Uniti
Banche	14	22	1	0
Compagnie di assicurazione	7	17	17	5
Fondi pensione	0	1	34	26
Fondi d'investimento	8	3	7	11
Altre istituzioni finanziarie	0	1	3	4
Società non finanziarie	39	24	2	0
Famiglie	17	23	18	49
Pubblica Amministrazione	3	1	1	0
Non residenti	12	7	16	5
PM: istituzioni finanziarie	29	44	62	46
PM: istituzioni non finanziarie	71	56	38	54

Fonte: OECD (1995, pp. 17 e 88).

#### 4. Conclusione

Si è soliti affermare che esistono due modelli diversi di sistemi finanziari, quello anglosassone (AS) e quello nipponico-europeo continentale (NEC). Nel modello AS i mercati azionari sono ben sviluppati, il controllo delle imprese da parte delle banche è sporadico e di norma l'attività bancaria si svolge tramite rapporti diretti. Le imprese si finanziano da fonti esterne, in particolare tramite emissione di azioni. Nel modello NEC, i mercati azionari sono poco sviluppati. Le banche hanno una relazione stretta e continua con le imprese clienti, il che si traduce in un impegno notevole da parte degli istituti di credito. La finanza esterna è dominata dal prestito bancario. Sulla base della qualità delle informazioni che si possono ottenere, il modello NEC viene considerato superiore a quello AS. Tuttavia si deve notare che in tutti i paesi considerati la finanza esterna è solo in minima parte responsabile del finanziamento degli investimenti netti, per i quali la fonte principale resta l'autofinanziamento.

Si è verificato se le sette osservazioni, che abbiamo tratto dalla letteratura sui sistemi finanziari, valgano veramente, alla metà degli anni '90, per le due coppie di paesi che rappresentano i prototipi dei

due sistemi basati rispettivamente sull'intermediazione bancaria - Germania e Giappone - e sul mercato - Stati Uniti e Regno Unito -, dimostrando che nella maggior parte dei casi le osservazioni vengono contraddette dall'esperienza concreta. I paesi differiscono secondo i modelli AS/NEC solo rispetto ad alcuni elementi caratteristici dei quattro gruppi di fattori fondamentali (mercati finanziari, istituzioni finanziarie, finanza privata, regolamentazione finanziaria). Le differenze principali riguardano la distribuzione delle attività tra gli intermediari finanziari. Le attività finanziarie delle banche sono decisamente maggiori in Germania e in Giappone che negli altri due paesi, mentre negli Stati Uniti e nel Regno Unito sono superiori gli attivi dei fondi pensione. Tale differenza deriva dalla diversa struttura dei regimi pensionistici e dal diverso margine di manovra degli istituti di credito. Un'altra caratteristica importante che conferma la dicotomia banca/mercato è la presenza di capitale azionario nel bilancio delle imprese e in quello delle famiglie. Tuttavia il finanziamento esterno degli investimenti netti è superiore in Germania e in Giappone. Anche il controllo delle imprese risulta coincidere con la distinzione tradizionale: le banche e le aziende detengono molte azioni in Germania e in Giappone, mentre nel Regno Unito e negli Stati Uniti sono gli investitori istituzionali ad agire come principali azionisti. Per quanto riguarda le altre ipotesi (predominio delle banche nella finanza aziendale, prestiti a breve termine, competitività banca/mercato, sviluppo del mercato finanziario/finanza di mercato, mercati dei derivati, indebitamento delle imprese), i dati empirici contraddicono le osservazioni, per cui i quattro paesi in questione non possono essere classificati secondo i modelli di sistema finanziario già ricordati.

L'analisi rivela, quindi, che la definizione dei sistemi finanziari tedesco e giapponese come sistemi basati sull'intermediazione bancaria e di quelli britannico e statunitense come sistemi orientati verso il mercato non è appropriata, a metà degli anni '90. Il risultato è che tutti e quattro i paesi possiedono caratteristiche finanziarie uniche. Qualsiasi somiglianza risulta non essere sistematica. Le differenze sono frutto in particolare di diversità culturali, di divergenze nella regolamentazione e nelle tradizioni nazionali. Tale conclusione potrebbe implicare che i quattro gruppi di variabili non siano indipendenti l'uno dall'altro, ma che la regolamentazione finanziaria - essendo il risultato di una riflessione politica, di un'ideologia e di elementi culturali - abbia un impatto significativo sulla struttura del sistema finanziario.

## BIBLIOGRAFIA

- ALESINA, A. e L.H. SUMMERS (1993), "Central bank independence and macroeconomic performance: some comparative evidence", *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 25, pp. 151-62.
- ALLEN, F. (1993), "Stock markets and resource allocation", in C. Mayer and X. Vives eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 81-108.
- ALLEN, F. e D. GALE (1995), "A welfare comparison of intermediaries and financial markets in Germany and the US", *European Economic Review*, vol. 39, pp. 179-209.
- BERGLÖF, E. (1991), "Corporate control and capital structure", Stockholm, PhD thesis.
- BERTHÉLEMY, J.-C. e A. VAROUDAKIS (1996), "Models of financial development and growth: a survey of recent literature", in N. Hermes and R. Lensink eds, *Financial Development and Economic Growth*, Routledge, London and New York, pp. 7-34.
- BORIO, C.E.V. (1996), "Credit characteristics and the monetary policy transmission mechanism in fourteen industrial countries: facts, conjectures and some econometric evidence", in J.A.J. Alders, K.G. Koedijk, C.J.M. Kool and C.C.M. Winder eds, *Monetary Policy in a Converging Europe*, Kluwer Academic Publishers, Dordrecht/Boston/London, pp. 77-115.
- CABLE, J.R. (1985), "Capital market information and industrial performance", *Economic Journal*, vol. 95, pp. 118-32.
- CHIRINKO, R.S. e J.A. ELSTON (1995), "Finance, control, and profitability: an evaluation of German bank influence", Emory University, Atlanta and Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung, mimeo.
- CORBETT, J. e T. JENKINSON (1994), "The financing of industry, 1970-1989: an international comparison", *CEPR Discussion Paper*, no. 948.
- DAVIS, E.P. (1995), *Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk*, Clarendon Press, Oxford.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A. e R. LEVINE (1996), "Stock market development and financial intermediaries: stylized facts", *World Bank Economic Review*, vol. 10, pp. 291-321.
- DIAMOND, D.W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, vol. 51, pp. 393-414.
- DIAMOND, D.W. e P.H. DYBIVIG (1983), "Bank runs, deposit insurance and liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- EDWARDS, J. e K. FISCHER (1994), *Banks, Finance, and Investment in Germany*, Centre for Economic Policy Research/Cambridge University Press, Cambridge.
- FRANKEL, A.B. e J.D. MONTGOMERY (1991), "Financial structure: an international perspective", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 257-310.
- FRY, M.J. (1995), *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore and London.

- GALETOVIC, A. (1996), "Finance and growth: a synthesis and interpretation of the evidence", *BNL Quarterly Review*, no. 196, pp. 59-82.
- GERSCHEKRON, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective. A Book of Essays*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, Mass.
- GERTLER, M. e A. ROSE (1994), "Finance, public policy, and growth", in G. Caprio Jr., I. Atiyas and J.A. Hanson eds, *Financial Reform. Theory and Evidence*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 13-48.
- GOLDSMITH, R.W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, New Haven/London.
- GOLDSMITH, R.W. (1985), *Comparative National Balance Sheets*, The University of Chicago Press, Cambridge.
- GOODHART, C.A.E. (1994), "Banks and the control of corporations", *Economic Notes*, vol. 23, pp. 1-18.
- GOODHART, C.A.E. e D. SCHOENMAKER (1995), "Should the functions of monetary policy and banking supervision be separated?", *Oxford Economic Papers*, vol. 47, pp. 539-60.
- GORTON, G. e F.A. SCHMID (1996), "Universal banking and the performance of German firms", *NBER Working Paper*, no. 5453.
- HART, O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.
- HELLWIG, M. (1991), "Banking, financial intermediation and corporate finance", in A. Giovannini and C. Mayer eds, *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 35-63.
- HORIUCHI, A. e R. OKAZAKI (1994), "Capital markets and the banking sector: efficiency of Japanese banks in reducing agency costs", in R. Sato, R.M. Levich and R.V. Ramachandran eds, *Japan, Europe, and International Financial Markets. Analytical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 197-219.
- HOSHI, T., A. KASHYAP e D. SCHARFSTEIN (1990), "The role of banks in reducing the costs of financial distress in Japan", *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 315-53.
- HOSHI, T., A. KASHYAP e D. SCHARFSTEIN (1991), "Corporate structure, liquidity, and investment: evidence from Japanese industrial groups", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, pp. 33-60.
- ITO, T. (1992), *The Japanese Economy*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- JENSEN, M.C. e W. MECKLING (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, pp. 306-60.
- KIDWELL, D.S., R.L. PETERSON e D.W. BLACKWELL (1993), *Financial Institutions, Markets, and Money*, Dryden Press, Fort Worth.
- KING, R.G. e R. LEVINE (1993a), "Financial intermediation and economic development", in C. Mayer and X. Vives eds, *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 156-89.
- KING, R.G. e R. LEVINE (1993b), "Finance and growth: Schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, pp. 717-37.

- KING, R.G. e R. LEVINE (1993c), "Finance, entrepreneurship and economic growth: theory and evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, pp. 513-42.
- KNEESHAW, J.T. (1995), "A survey of non-financial sector balance sheets in industrialised countries: implications for the monetary policy transmission mechanism", *BIS Working Paper*, vol. 25, Basle.
- KREGEL, J.A. (1992), "Universal banking, US banking reform and financial competition in the EEC", *BNL Quarterly Review*, no. 182, pp. 231-53.
- LEVINE, R. (1993), "Financial structures and economic development", *Revista de Análisis Económico*, vol. 8, pp. 113-29.
- MAYER, C. (1988), "New issues in corporate finance", *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1167-83.
- OECD (1995), *Economic Surveys. Germany*, Paris.
- PAGANO, M. (1993), "Financial markets and growth: an overview", *European Economic Review*, vol. 37, pp. 613-22.
- PIESSE, J., K. PEASNELL e C. WARD (1995), *British Financial Markets and Institutions*, Prentice Hall, London.
- PROWSE, S. (1994), "Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany", *BIS Economic Papers*, vol. 44, Basle.
- STEINHERR, A. e C. HUVENEERS (1994), "On the performance of differently regulated financial institutions: some empirical evidence", *Journal of Banking and Finance*, vol. 18, pp. 271-306.
- STIGLITZ, J.E. (1991), "Government, financial markets, and economic development", *NBER Working Paper*, no. 3669.
- SUSSMAN, O. (1995), "Investment and banking: some international comparisons", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, pp. 79-93.
- WEINSTEIN, E. e Y. YAFEH (1995), "On the costs of a bank centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan", Harvard University, Cambridge, Mass. and Hebrew University, Jerusalem, mimeo.