



LES MARCHÉS FINANCIERS CHINOIS

BRUNO CABRILLAC *
JEAN-PATRICK YANITCH **

Aux côtés de la place internationale de Hong-Kong dont le rôle dans le financement en devises de l'économie chinoise n'a cessé de se renforcer depuis le début des années 1990, les marchés financiers de Chine Continentale ont connu une renaissance timide depuis le début des années 1980, sous l'impulsion réformatrice de Deng Xiaoping. Toutefois, lors des premières émissions en 1984 et jusqu'à la fin de la décennie, les infrastructures de la Bourse de Shanghai se résumaient à un simple tableau noir et à une craie. Ce n'est qu'à la fin de l'année 1990 qu'a été créée la version contemporaine de la Bourse de Shanghai. Les marchés financiers modernes de Chine Continentale sont encore dans une phase juvénile et plusieurs freins ont bridé leur développement : le contrecoup des événements de 1989, la crise asiatique en 1997, les scandales financiers, la préférence manifeste des autorités pour le financement bancaire, plus conforme à la logique d'une économie planifiée.

Le potentiel n'en demeure pas moins colossal. À la fin septembre 2004, les ménages chinois disposent d'une épargne, captive en raison du contrôle des changes, de 1300 Md\$ US, placée essentiellement en dépôts bancaires, rémunérés au taux réglementé de 1,98 %. Les espérances de hausse à moyen terme nourries par les observateurs à l'égard des marchés financiers chinois sont donc fortes ; mais la réalité de ces espérances demeure subordonnée à la capacité des autorités à rendre les places locales suffisamment crédibles et attractives. Or, les scandales de manipulation des cours se sont multipliés (ententes entre gestionnaires

* Conseiller économique et commercial, Consulat général de France/ME Hong-Kong.

** Conseiller financier, adjoint au chef de la Mission économique, Ambassade de France en Chine.



de fonds de placement, falsification des comptes des entreprises, délits d'initiés...), effrayant les investisseurs potentiels. Selon plusieurs études dont la presse chinoise s'est largement fait l'écho¹, plus de la moitié des petits porteurs de Chine Continentale déclarent avoir enregistré des pertes nettes depuis 2001. La publicité faite aux scandales financiers est certes la preuve de l'effort de transparence des autorités ; leur répétition souligne aussi leur inaptitude, voire leur manque de volonté, à assainir rapidement la situation. Les fonds levés sur les marchés alimentent en effet les caisses de l'État, qui détient directement ou indirectement plus de 70 % de la capitalisation et qui, à ce titre, contrôle à la fois le prix et le volume de titres en circulation. Ainsi, lorsqu'à l'été 2001 les autorités ont évoqué la vente d'une partie de leur portefeuille pour financer le projet de Fonds national de Sécurité sociale, un mouvement de panique a fait chuter les cours, les obligeant à faire marche arrière. Aujourd'hui, le flottant des titres échangeables en Chine Continentale, ainsi que leur rendement, sont les plus faibles et les ratios de valorisation les plus élevés de la région.

Depuis le début de l'année 2004, la réforme bancaire² a tenu le haut du pavé, en raison du caractère spectaculaire des mesures prises (notamment, fin décembre 2004, la recapitalisation à hauteur de 45 Md\$ US de deux banques, à partir des réserves officielles de change), et aussi du conflit politique suscité par le contrôle macroéconomique (mesures de restriction du crédit bancaire). À l'inverse, les avancées dans la réforme des marchés financiers de Chine Continentale paraissent encore timorées, malgré des déclarations d'intention prometteuses. Une page paraît, toutefois, avoir été tournée sur l'exubérance des années 1990. Le régulateur boursier, la CSRC (*China Securities Regulatory Commission*), a pris des mesures visant à améliorer la transparence et l'efficacité des marchés, et la chute des cours depuis 2001 a permis un retour à des niveaux de valorisations plus sains.

Les autorités font aujourd'hui face à trois pressions concomitantes pour réformer rapidement le fonctionnement des marchés continen-

- tout d'abord, la pression des investisseurs étrangers et du calendrier OMC ; d'ici fin 2006, les autorités doivent réformer l'industrie financière locale pour lui permettre de faire face à l'ouverture du secteur à la concurrence étrangère ;
- ensuite, elles font face à une double pression financière : elles doivent entreprendre l'assainissement des marchés financiers, tant que le coût de la réforme est encore supportable ; elles doivent aussi développer les marchés de capitaux afin, d'une part de diversifier les sources de financement de la croissance, mais aussi des retraites, et, d'autre part, de céder les actifs d'État dans de bonnes conditions.



- enfin, elles doivent consolider le secteur dans la perspective de la libéralisation du compte de capital, mouvement naturel d'une économie de marché, et, *in fine*, de la convertibilité du yuan.

La conférence nationale sur le développement du secteur financier de février 2004, ainsi que les différentes déclarations gouvernementales et du gouverneur de la Banque centrale qui l'ont suivie, ont permis de clarifier les grandes orientations 2004 de la politique financière chinoise. Selon les autorités, la modernisation des marchés de capitaux nécessite leur ouverture à de nouveaux acteurs. Le Conseil des affaires d'État, dans son livre blanc sur la réforme financière, diffusé en janvier 2004, insiste sur ce point. Par exemple, les compagnies d'assurance sont maintenant autorisées à investir une part plus importante de leurs actifs sur les marchés ; de même, le cadre réglementaire et fiscal de l'activité des sociétés de Bourse et leur statut devrait être rendu plus favorable.

« UN PAYS, DEUX SYSTÈMES FINANCIERS »

En raison des faiblesses structurelles des marchés financiers de Chine Continentale, la place de Hong-Kong domine le financement de marché des entreprises continentales.

Les marchés de Chine Continentale

3

Un développement en trompe l'œil

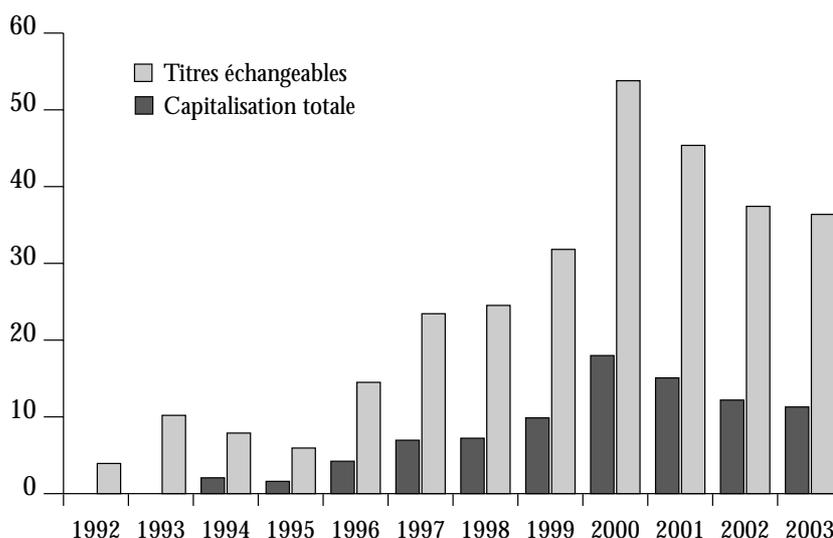
Une capitalisation limitée dans les faits

La capitalisation boursière apparente est relativement importante en Chine Continentale. Toutefois, pour les deux-tiers, elle est constituée de titres non échangeables, majoritairement détenus par l'État, ce qui limite la liquidité tout en faisant peser des craintes sur un possible effondrement des cours en cas de mise sur le marché. De même, la détention des titres échangeables est émiettée entre plus de 60 millions de portefeuilles. Fin mai 2004, la capitalisation totale des marchés de la Chine Continentale s'élevait à 540 Md\$ US. Ceci représentait 36 % du PIB. Toutefois, si l'on ne considère que les titres échangeables, la capitalisation était seulement de 167 Md\$ US, soit 11 % du PIB. C'est le taux de capitalisation le plus faible de la zone Asie émergente. À titre de comparaison, la capitalisation boursière représente par exemple 50 % du PIB en Inde ou encore plus de 100 % en Malaisie.

Outre la gouvernance insuffisante des entreprises cotées en Chine, les investisseurs sont avant tout inquiétés par l'épée de Damoclès que constituent les titres non échangeables (détenus par l'État). Les autorités ont tenté à plusieurs reprises de les céder au fil de l'eau (notamment à l'été 2001), mais se sont à chaque fois heurtées à un mouvement de

panique de la part des investisseurs et ont donc été contraintes de reporter ces ventes *sine die* (cf. *infra*).

Graphique n° 1
Capitalisation chinoise
(% du PIB)



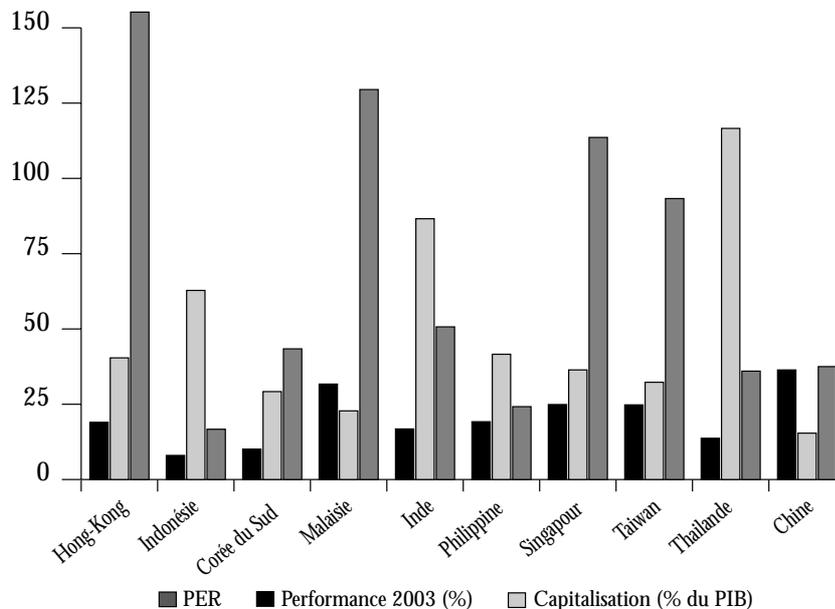
En 2003, les places chinoises ont connu la plus faible performance d'Asie (+15,4 % en moyenne pondérée en 2003, contre 40 % à Hong-Kong ou 86 % en Inde, par exemple). À l'inverse, la liquidité insuffisante entraîne des valorisations excessives. Le PER moyen (*price earning ratio*) fin 2003 était supérieur à 36 (contre 19 à Hong-Kong et 24,8 à Taïwan), soit le plus élevé d'Asie (hors Japon).

Des dérivés cantonnés aux métaux et produits agricoles

Le développement des marchés dérivés est une priorité des autorités financières chinoises, notamment pour permettre de couvrir le risque croissant de change et de taux que supportent les opérateurs chinois. Si ce type de produits est encore absent du paysage financier chinois, ce n'est pas pour autant que les marchés dérivés sont inexistant en Chine. Mais, pour des raisons prudentielles, les autorités les ont cantonnés aux produits agricoles et à quelques métaux. Ce contrôle strict du champ des marchés dérivés est le contrecoup de leur développement exponentiel au début des années 1990. En effet, par manque d'encadrement réglementaire, la Chine a connu un développement anarchique des marchés dérivés à cette période, ne comptant pas moins de 50 places de cotations différentes, soit



Graphique n° 2
Comparaisons régionales



autant que sur l'ensemble de la planète au même moment. Face aux multiples scandales, la CSRC a fermé ou fusionné la plupart de ces marchés en 1994, pour n'en conserver que trois, à Shanghai, Zhengzhou et Dalian. De même, le nombre de sociétés de courtage a été diminué de 1000 à 180. On ne compte plus que 12 produits échangés.

Les opérateurs chinois peuvent aussi acquérir des produits dérivés internationaux. Toutefois, la procédure est lourde (elle requiert l'approbation du Conseil des affaires d'État et de la CSRC) et ces acquisitions ne peuvent être réalisées qu'à titre de couverture. Les mécanismes de contrôle du risque ont été améliorés et les volumes de transaction sont en croissance exponentielle. En 2003, le volume national de transactions a atteint 10 840 Md renminbi, dépassant le pic de 1995. Les contrats les plus échangés portent surtout sur les produits agricoles (soja et blé) et, dans une moindre mesure, sur les métaux (cuivre)³.

La multiplication des difficultés nourrit la défiance des investisseurs

Des scandales à répétition qu'illustre le dernier en date,
l'affaire De Long

Certains analystes commencent à s'interroger sur les raisons de la relative passivité des autorités. Le tarissement rapide des financements bancaires, orchestré avec succès par les autorités en 2004, a pris de court



les sociétés les plus endettées et révélé leurs pratiques. Les entreprises immobilières, dont le taux d'endettement moyen dépasse 78 % de l'actif selon les autorités, sont les premières concernées. En période de pénurie, elles souffrent, comme les PME, de la préférence traditionnelle des banques pour les entreprises d'État, et doivent se tourner vers des modes alternatifs de financement très coûteux (le taux d'intérêt dépassant parfois 15 % selon le régulateur bancaire, la CBRC - China Banking Regulatory Commission). Ainsi, les autorités viennent de sauver d'une faillite retentissante le groupe De Long, grâce à son rachat par une structure publique de défaillance bancaire. Le groupe dispose de trois filiales cotées⁴ dont les déboires, découverts cette année, pourraient n'être que la partie émergée de l'iceberg. De Long, dont l'activité s'étend de l'agroalimentaire à la finance, en passant par l'aéronautique, est à l'origine une entreprise agricole familiale créée en 1986 dans le Xinjiang, province de l'extrême ouest de la Chine. Le groupe contrôle aujourd'hui 177 filiales et une douzaine de sociétés de gestion fiduciaire, de sociétés de courtage et de petites banques. Cette nébuleuse a permis de financer l'expansion du groupe, en levant des fonds de manière très agressive. On compte parmi les modes de financement du groupe : des financements hypothécaires en cascade (un actif hypothéqué garantissant l'achat d'un actif qui lui-même sera placé en garantie d'un nouvel achat) ; des garanties accordées par des sociétés cotées pour des prêts finalement non remboursés ; la mise en garantie des titres des sociétés cotées du groupe. Le groupe profite aussi de la non consolidation de leurs engagements par les banques chinoises pour démultiplier ses emprunts de province en province. Il apparaît, à ce jour, que plus de 40 entreprises cotées auraient accordé leur garantie à des emprunts du groupe De Long. Le passif du groupe est évalué à 20-30 Md renminbi, alors qu'il n'en reconnaît officiellement que 13 Md renminbi.

Cette affaire est emblématique du manque de transparence et des manipulations comptables, dont souffre une partie des entreprises cotées en Chine. Fin 2002, la CSRC estimait officiellement à 11,7 Md\$ US les détournements constatés, notamment faute de moyens efficaces de contrôle par les actionnaires minoritaires. Comment ces fonds levés auprès des investisseurs individuels sont-ils détournés ? Tout d'abord par l'intermédiaire des sociétés sœurs, en leur revendant les actifs acquis grâce aux fonds levés en Bourse, en-dessous de leur valeur de marché. Ensuite, comme dans le cas de De Long, par des prêts directs ou des garanties de prêts accordés à des sociétés mères ou sœurs, qui ne seront pas remboursés ou en actifs non liquides, donc ne profitant pas aux actionnaires minoritaires. Enfin, par des distributions de dividendes importantes, qui permettent aux investisseurs principaux de capter la valeur de l'entreprise cotée, alors qu'ils ont acquis leurs parts à faible



prix, en comparaison avec les actionnaires minoritaires. À cela s'ajoutent les problèmes de gouvernance.

L'effet d'éviction par les entreprises publiques

70 à 80 % des fonds levés sur les marchés financiers chinois alimentent des structures publiques ou parapubliques. Des quotas ont longtemps été imposés par les autorités, afin de limiter l'accès au financement de marché pour les entreprises privées. Ces quotas ont toutefois été levés.

Une supervision encore insuffisante

La supervision financière chinoise souffre de nombreuses carences. Le cadre légal et réglementaire est déficient, en particulier la protection des petits porteurs. De plus, le cadre légal existant n'a que peu d'effet sur les pratiques irrégulières. Les méthodes de supervision demandent aussi à être renforcées. Elles manquent de principes directeurs, d'une action systématique et planifiée. Le régulateur n'a, pour l'instant, d'autre alternative que de réagir passivement aux défaillances du marché. Il ne dispose pas des moyens adéquats, en particulier humains, pour être efficace. De plus, les possibilités d'appui externe sont minces. On peut parfois douter de la sincérité des rapports des auditeurs, sur lesquels ne pèsent que peu de contraintes légales. La police chinoise et le système judiciaire n'ont ni l'expérience, ni les compétences financières nécessaires. Le contrôle par les pairs, au sein des associations professionnelles, s'améliore un peu, mais ne peut être considéré comme une alternative.

La place de Hong-Kong

Dès lors, le rôle de financement direct des entreprises chinoises est de plus en plus joué par la place de Hong-Kong. De 1991 à 2003, 21 % des fonds levés par les entreprises chinoises l'ont été à Hong-Kong (actions H). Ce phénomène s'amplifie depuis la rétrocession. En 2003, 7,8 Md\$ US ont été levés sur les places de Chine Continentale, contre 27,4 Md\$ US à Hong-Kong.

Le marché financier de Hong-Kong a confirmé sa prééminence en Asie Continentale

Hong-Kong représente le 9^{ème} marché d'actions du monde par la capitalisation.

Au-delà des fluctuations conjoncturelles, la Bourse de Hong-Kong se situe depuis deux décennies, autour du 10^{ème} rang mondial, en termes de capitalisation des marchés actions. Au 31 juillet 2004, elle occupait le 9^{ème} rang, entre les Bourses espagnoles et suisses et le 2^{ème} rang en Asie, loin derrière Tokyo, loin devant les Bourses de Chine Continentale.

Tableau n° 1
Montant de la capitalisation au 30 juin 2004
 (en Md\$ US)

1	New York Stock Exchange	11 428
2	Tokyo	3 206
3	NASDAQ	2 719
4	Londres	2 440
5	Euronext	1 974
6	Bourses allemandes	995
7	Toronto	948
8	Bourses espagnoles	720
9	Hong-Kong	714
10	Bourses suisses	712
13	Chine (Shanghai+Shenzhen)	488
14	Taipeh	346
17	Séoul	285

Source : Fédération des Bourses mondiales

Néanmoins, la Bourse de Hong-Kong se caractérise par un faible taux de rotation. Ceci s'explique par des caractéristiques structurelles : très souvent contrôlées par des capitaux familiaux, les sociétés locales cotées ont un flottant limité et un actionnariat de contrôle stable ; il en est de même, pour d'autres raisons, des filiales des sociétés de Chine Continentale (*red chips*) et des sociétés chinoises (*H shares*). Une autre caractéristique du marché d'actions hongkongais est sa très forte concentration, la plus élevée parmi les grandes Bourses mondiales.

Tableau n° 2
Indicateurs de concentration pour quelques Bourses asiatiques
en 2003

	Part des 10 premières sociétés dans la capitalisation	Part des 10 premières sociétés dans les transactions
Hong-Kong	55,3 %	38,2 %
Corée	50,5 %	13,3 %
Australie	41,5 %	44,8 %
Taipeh	35,1 %	21,3 %
Shanghai	29,2 %	18,7 %
Tokyo	19,3 %	22,6 %

Source : Fédération des Bourses mondiales.

Un autre élément révélateur de l'importance de la Bourse de Hong-Kong et de son dynamisme est la taille du marché primaire, en 2003, le 2^{ème} en Asie et le 5^{ème} dans le monde.

Tableau n° 3
Montants des capitaux levés sur quelques Bourses asiatiques
en 2003
(en Md\$ US)

	Introductions	Émissions par des sociétés déjà cotées	Total
Tokyo		29,0	29,0
Hong-Kong	7,6	19,8	27,4
Australie	6,0	16,8	22,8
Taipeh	3,5	5,1	8,6
Chine (Shanghai+Shenzhen)	6,1	1,7	7,8
Corée	0,6		0,6

Source : Fédération des Bourses mondiales

Hong-Kong est aussi l'un des tout premiers marchés au monde pour les *warrants* sur action, se situant en 2003, à la deuxième place derrière les Bourses allemandes⁵ (34 Md\$ US de transactions). Selon la dernière enquête de la BRI, le marché des changes de Hong-Kong se situe à la 6^{ème} place dans le monde pour les opérations au comptant et à la 7^{ème} pour les opérations sur produits dérivés de change.

Les autres compartiments du marché sont moins développés, en particulier le marché obligataire qui reste relativement restreint. Fin 2003, la valeur des obligations inscrites à la Bourse de Hong-Kong représentait moins de 3 % de celles inscrites à la Bourse de Milan. En 2003, le marché primaire a à peine dépassé 5 Md\$ US.

En matière de produits dérivés, la place financière de Hong-Kong n'a pas l'importance que devrait lui valoir son important marché actions. De fait, les seuls marchés dérivés de taille significative ont pour sous-jacent les actions et, plus particulièrement, les indices boursiers. Le plus grand marché est, de très loin, celui des contrats à terme et des options sur l'indice Hang Seng dont le volume de transactions permet à Hong-Kong de se classer à la 9^{ème} place dans le monde pour les options sur indice et à la dixième sur les contrats à terme sur indice. À l'inverse, le marché d'options sur actions n'a pas atteint une taille critique (1/10^{ème} du marché australien, en 2003).

Depuis le milieu des années 1990, la Bourse de Hong-Kong a entrepris une politique de diversification de son offre de produits (notamment sur les dérivés). Jusqu'à présent, les volumes traités sur les nouveaux produits restent limités et ne permettent pas d'affirmer le succès de cette politique de croissance interne. Hong-Kong demeure avant tout un grand marché « action ». Encore doit-on remarquer que la création d'un marché des valeurs de croissance (Growth entreprises market ou GEM) en 1999 s'est soldée, jusqu'à maintenant, par un



échec, la capitalisation (9,1 Md\$ US à fin août 2004) et le volume des transactions (2,6 Md\$ US sur les 8 premiers mois 2004) restant très faibles.

Le marché financier de Hong-Kong s'appuie sur l'importance du tissu économique et financier local, ainsi que sur des infrastructures solides.

La place bancaire représente un total de bilan de 868 Md\$ US à la fin juin 2004. Le marché financier, et plus largement la place financière, s'appuie également sur une masse d'épargne locale importante. Le montant des dépôts non-bancaires, effectués en grande partie par des résidents, s'élevait, fin juin 2004 à 458 Md\$ US. Hong-Kong a aussi une importante capacité de mobilisation d'épargne placée à l'étranger, dans la mesure où la position extérieure nette, exceptionnellement élevée, représente plus de deux fois le PIB. Enfin, le marché financier peut s'appuyer sur une économie d'une taille significative et un tissu d'entreprises très dense : le PIB de Hong-Kong est supérieur à celui de la Thaïlande et représente près de deux fois celui de Singapour.

Le marché financier bénéficie aussi d'un cadre réglementaire (cf. lexique financier en annexe) et d'infrastructures techniques de grande qualité. Hong-Kong dispose aujourd'hui du système de transaction le plus performant d'Asie Continentale, permettant le traitement de 200 transactions par seconde, servi par l'un des meilleurs systèmes de télécommunications du monde. Il en va de même du système de règlement/livraison des titres, le *Central Clearing and Settlement System* (CCASS) qui assure l'ensemble des règlements et compensations des transactions sur le marché comptant et dont la troisième version a été livrée en 2003.

Hong-Kong est la place internationale privilégiée des grandes sociétés et investisseurs continentaux

Une plateforme chinoise aux standards mondiaux pour les entreprises continentales

Menée avec constance depuis le milieu des années 1990, la politique d'introduction d'entreprises chinoises sur les Bourses internationales présente, du point de vue des autorités de la République populaire de Chine, un triple avantage :

- les fonds levés constituent une source importante de financement en devises : ils représentent près d'un quart du stock d'investissement direct étranger en Chine ;
- lors de l'introduction en Bourse, la satisfaction des exigences requises pour l'introduction sur les marchés internationaux et la présence d'investisseurs étrangers sont des incitations pour améliorer le gouvernement d'entreprise ;



- après l'introduction, la participation d'actionnaires étrangers est un moyen indirect d'améliorer la gestion des entreprises.

Les marchés d'actions B de Chine Continentale, les seuls à être véritablement ouverts aux investisseurs internationaux, ne peuvent à l'évidence présenter ces trois avantages. En effet, sociétés de droit de Hong-Kong, les *red chips* sont toutes cotées à la Bourse de Hong-Kong, mais elles sont parfois cotées à Londres ou surtout à New York. Ainsi, sur les 9 sociétés de Hong-Kong cotées sur le NYSE, 5 sont des *red chips*. En ce qui concerne les sociétés purement chinoises (actions H), sur les 106 introductions réalisées sur les marchés internationaux, 105 l'ont été à Hong-Kong et 1 à Singapour. Là encore, la double cotation, à Londres (5 sociétés chinoises) ou à New York (19 sociétés chinoises sur le NYSE) est fréquente. Toutefois, pour les 18 actions H, cotées à la fois sur le NYSE et la Bourse de Hong-Kong, on constate que l'essentiel des transactions s'effectue à Hong-Kong (82 % en 2003)⁶.

Les investisseurs continentaux ont acquis une place significative

Selon une étude réalisée par la Bourse de Hong-Kong (HKEx)⁷, les investisseurs étrangers, pour leur écrasante majorité, institutionnels, ont représenté 39 % des transactions sur le marché actions de Hong-Kong. La part des investisseurs de Chine Continentale au sein des investisseurs étrangers, pratiquement nulle en 1995-1996 a atteint 8 % en 2002-2003 sur le marché actions et 7 % sur les marchés des dérivés. Cette progression est d'autant plus remarquable que le contrôle des changes contraint fortement les investissements de portefeuille des résidents chinois à l'étranger et que seuls quelques investisseurs institutionnels peuvent, dans des limites strictes, investir sur des places étrangères.

Pourquoi les investisseurs chinois viennent-ils en priorité sur le marché de Hong-Kong ? Ce mouvement résulte d'abord de la volonté des autorités chinoises, dans le but de conforter la place financière de Hong-Kong, comme l'ont montré en 2004 la décision du Fonds de sécurité sociale d'investir 5 Md renminbi supplémentaires à Hong-Kong ou le projet d'ouvrir la possibilité à des investisseurs institutionnels qualifiés de Chine Continentale (QDII) la possibilité d'investir à l'étranger, et en priorité à Hong-Kong. En outre, la Bourse de Hong-Kong constitue un élément de diversification des risques dans la mesure où les valeurs de Hong-Kong dépendent plus de la conjoncture internationale que de la conjoncture chinoise (cf. *infra*). Enfin, les investisseurs chinois trouvent à Hong-Kong, une exceptionnelle densité d'institutions financières chinoises, notamment des sociétés de Bourse (19) et d'analyse financière en chinois.

Le CEPA (Close Economic Partnership Arrangement) devrait aussi



renforcer le rôle de Hong-Kong dans le financement de l'économie chinoise.

Le CEPA⁸, l'accord bilatéral entre la Chine et Hong-Kong, signé en septembre 2003, n'a que des effets directs très limités sur le rôle du marché financier de Hong-Kong vis-à-vis des entreprises et des investisseurs chinois. La principale mesure consiste à autoriser le HKEx à ouvrir un bureau de représentation à Pékin, ce qu'il a fait en novembre 2003. Le CEPA facilite aussi la mobilité entre la Chine et Hong-Kong des professionnels de marché, notamment grâce à la reconnaissance mutuelle des diplômes.

Toutefois, en accélérant l'interpénétration des secteurs bancaires, en ouvrant la voie à un relâchement du contrôle des changes qui comporterait des mesures discriminatoires en faveur de Hong-Kong et en manifestant l'intérêt que porte la Chine Continentale à la prospérité de Hong-Kong, en général et à sa place financière, en particulier, le CEPA consacre le rôle central de la Bourse de Hong-Kong dans l'internationalisation des entreprises chinoises aujourd'hui et de l'épargne chinoise demain.

REFORMER LES MARCHÉS CHINOIS

Les autorités doivent crédibiliser les places financières de Chine Continentale aux yeux des investisseurs à la fois étrangers et locaux. De son côté, et dans l'attente des résultats de cette réforme, la place de Hong-Kong doit aussi s'adapter à son rôle croissant de plateforme de financement de l'économie de la Chine Continentale⁹.

Améliorer la gouvernance et la transparence des marchés continentaux

Afin de se rapprocher des standards internationaux, la CSRC a augmenté les obligations de publication pour les entreprises cotées. Ces dernières doivent désormais dévoiler l'identité complète et la nature de la participation de leurs 10 principaux actionnaires, le jugement des auditeurs sur les fonds utilisés au profit des actionnaires de l'entreprise, ou encore, par exemple, les responsables impliqués dans une perte importante, et les mesures envisagées pour y faire face. Ces mesures ne sont que les dernières d'une longue série : introduction d'un mécanisme qui rend les intermédiaires plus responsables de la performance des sociétés qu'ils introduisent en Bourse, obligation de rotation tous les 5 ans des auditeurs externes ou encore réforme du Comité d'introduction en Bourse.

Néanmoins, des réformes de plus grande ampleur sont encore nécessaires : renforcer l'indépendance des conseils d'administration (un tiers des membres devraient être indépendant selon la CSRC, seulement



62 % des entreprises cotées respectaient formellement ce point en juin 2003, et sans doute bien moins en pratique), développer les droits des actionnaires minoritaires (la Cour suprême a autorisé les groupements d'actionnaires dans le cadre de poursuites ; toutefois, ceci n'a été que peu suivi d'effets) ; durcir la répression de la criminalité financière.

Renforcer la place des investisseurs institutionnels

Aux côtés de la centaine de fonds d'investissement chinois, qui représentent un montant d'investissement en actions estimé à 14 Md\$ US, les autorités tentent de développer d'autres formes d'investisseurs institutionnels¹⁰.

Attirer les assurances

Les autorités assouplissent la réglementation pour les fonds et tentent de capter l'épargne gérée par les assureurs. Le Conseil des affaires d'État, dans son livre blanc de janvier 2004, prévoit des mesures pour les gestionnaires de fonds, notamment des incitations fiscales. Le régulateur des assurances, la CIRC (Chine Insurance Regulatory Company) étudie la possibilité pour les assureurs d'investir davantage de leurs actifs directement sur les marchés. Actuellement, 52 % de leurs investissements, soit 105 Md\$ US, sont en dépôts bancaires. De plus, le Conseil des affaires d'État a donné son aval pour que les assureurs puissent, de manière générale, créer des sociétés de gestion de fonds.

Ouvrir aux étrangers : les licences QFII

En raison du contrôle des changes, la participation d'acteurs étrangers, qui permettrait d'améliorer à la fois les exigences de transparence et de qualité des actifs, reste timide. Les investisseurs étrangers ont accès librement depuis 2001 aux marchés B, libellés en dollars américains ou en dollars de Hong-Kong, qui ne représentent qu'une très faible capitalisation boursière. Les marchés A sont réservés aux investisseurs chinois. Toutefois, fin 2002, un système d'investisseurs institutionnels étrangers qualifiés (QFII, *qualified foreign institutional investor*) a été approuvé. Mais, compte tenu du quota initial imposé par les autorités (975 Md\$ US, soit à peine 0,5 % de la capitalisation échangeable), il s'agissait plutôt d'une brèche que d'une véritable ouverture. Les 9 opérateurs étrangers initialement choisis en 2002 n'avaient d'ailleurs investi que 290 Md\$ US, témoignant de toute façon de leur faible confiance dans un marché morose, engorgé par des émissions de qualité discutable. Le système s'est, depuis, développé. Les licences sont accordées par la CSRC. Toutefois, la licence seule ne suffit pas pour opérer. En effet, chaque investisseur agréé doit aussi obtenir de la SAFE (State Administration of Foreign Exchange, organisme de la Banque centrale



en charge de la gestion des réserves de change et du contrôle des changes) un quota d'investissement. Celui-ci est actuellement compris entre 50 Md\$ US et 800 Md\$ US. Aujourd'hui, les autorités ont accordé des autorisations à 20 étrangers à la fin septembre 2004 ; 16 opèrent effectivement, pour un montant global d'environ 2 Md\$ US. Les autorités envisagent d'élever le plafond total d'investissement à 5 Md\$ US. Toutefois, il apparaît qu'une part importante des fonds autorisés n'est pas effectivement investie, signe sans doute de la méfiance persistante à l'égard du marché local.

Le Fonds national de Sécurité sociale

Pour faire face au déséquilibre du financement des retraites, les autorités développent peu à peu un « Fonds de Sécurité sociale », destiné à terme, à alléger la charge publique. Ce fonds, encore très modeste comparé aux besoins, totalise aujourd'hui 132,5 Md renminbi d'actifs, soit 16 Md\$ US. Il s'agit, néanmoins, du principal investisseur sur les marchés financiers chinois. De plus, les sociétés publiques introduites en Bourse ont pour obligation d'y placer 10 % des fonds levés. Pour l'heure, le Fonds est majoritairement placé en bons du Trésor ou en dépôts bancaires. Son activité boursière demeure embryonnaire. Le taux de retour en 2001 était de 2,25 % ; grâce à un investissement boursier croissant, il était de 2,59 % en 2002 et de 3,56 % en 2003. Pour un quart, ce dernier résultat est attribuable aux revenus des placements boursiers, qui représentaient 5 % du total des actifs du Fonds. La priorité des gestionnaires demeure la sécurité. Toutefois, les responsables du Fonds ont annoncé vouloir accroître cette part à 15 % cette année, stimulée par l'autorisation accordée par le Conseil des affaires d'État d'investir sur les Places étrangères. Hong-Kong devrait être une place privilégiée de cette diversification. Le Fonds devrait dans un premier temps placer entre 4 et 5 Md renminbi sur ce marché¹¹.

Assainir les marchés et sélectionner les participants

La mise sous tutelle des sociétés de placement fragiles

La situation financière des sociétés de Bourse chinoises est très préoccupante. On en compte aujourd'hui 133. En 2002, à la suite de scandales, déjà 7 sociétés de Bourse avaient été fermées ou fusionnées. L'an dernier, 12 sociétés de Bourse et de gestion de fonds ont été placées sous la tutelle de la CSRC. La CSRC tente peu à peu d'introduire des mécanismes de marché dans leur fonctionnement. Elle a créé un système de sponsoring pour les introductions en Bourse. Elle encourage les sociétés de Bourse les mieux gérées en leur accordant son soutien et permet le retrait progressif des sociétés dont la situation est la plus dégradée. La CSRC a aussi en projet l'introduction d'une notation publique de ces sociétés en quatre



catégories, en fonction de leur efficacité et de la qualité de leurs actifs. En général, les déboires des sociétés de Bourse suivent le même schéma : la société souffre d'une mauvaise gestion et d'une expertise défaillante ; cela l'entraîne à détourner les fonds de ses clients ou à des collusions avec les sociétés cotées ; par crainte du scandale, l'État renfloue, comme dans le cas de China Southern Securities. Mais cela encourage l'aléa moral au sein d'une profession déjà sinistrée. L'ancien dirigeant de MF Securities a récemment disparu, laissant derrière lui 2 Md renminbi de dettes. Il a peut-être rejoint les 10 autres dirigeants d'entreprises cotées chinoises en fuite, dénombrés au cours des deux dernières années.

Assainir la cote

Depuis 2002, la CSRC radie de la cote les sociétés totalisant trois années consécutives de pertes. Cette menace a été mise en œuvre à plusieurs reprises, et incite les autres sociétés à effectuer les restructurations nécessaires pour prévenir une telle éventualité. Toutefois, nombre de mesures ont été prises dans l'urgence, avec l'appui administratif des autorités, et n'ont pas conduit à des changements de fond dans le fonctionnement des sociétés concernées.

Résoudre le problème des titres non échangeables

Céder les titres non échangeables détenus par l'État est devenu une condition *sine qua non* de la réforme des marchés financiers chinois. Il s'agit d'un impératif à la fois pour le budget de l'État qui trouverait là une ressource non négligeable (plus de 25 % du PIB au total), mais aussi pour le fonctionnement même du marché chinois qui, souffrant d'une liquidité insuffisante, effraie les investisseurs. Une liquidité plus importante est notamment un préalable indispensable au développement de produits dérivés. Comment céder ces titres ? Les propositions de formule de valorisation pullulent. Les autorités chinoises, au premier rang desquelles la CSRC, autorité de régulation des marchés, devront arrêter une méthode. La CSRC aura pour rôle d'établir les principes de la négociation et d'assurer sa transparence. Il est possible qu'elle propose une solution hors marché. Au lieu d'écouler les titres non échangeables au fil de l'eau, les autorités pourraient favoriser une négociation de gré à gré entre tous les participants actuels, détenteurs de titres échangeables et non échangeables. Ils s'accorderaient directement sur la valeur réelle des titres non échangeables. Il s'agirait donc, de fait, d'une sorte de seconde introduction en Bourse, ou encore d'une nouvelle émission avec des droits préférentiels. Il est possible aussi que les droits de vote soient en partie découplés des droits de propriété, afin de permettre à l'État de conserver une partie de son contrôle. Des acteurs étrangers pourraient jouer un rôle d'intermédiaire dans ces négociations. Ceci pourrait intervenir d'ici le début de l'année

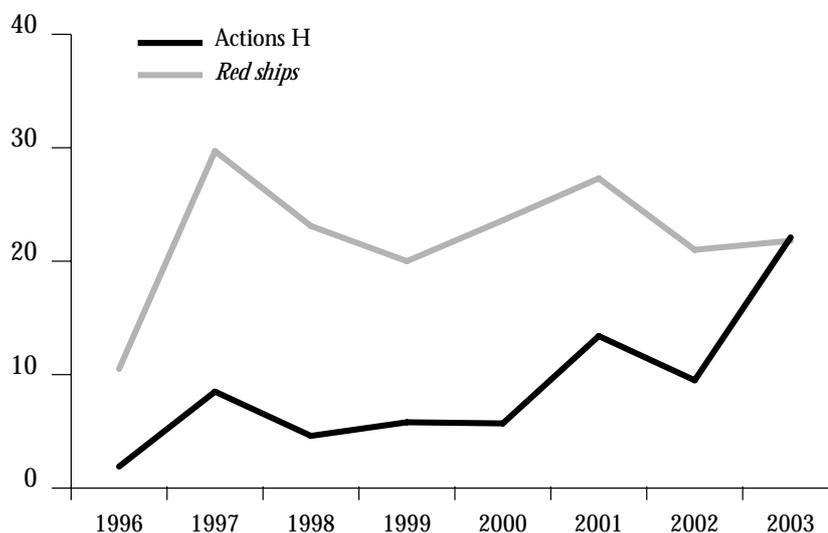
2005, si les conditions de marché sont favorables. Il est difficile de prédire si les autorités favoriseront une cession en bloc, ou bien si elles procéderont par étapes, après un test sur quelques entreprises.

La place de Hong-Kong doit aussi adapter son fonctionnement

La Chine Continentale est aujourd'hui le moteur du développement du marché financier de Hong-Kong.

Les entreprises de Chine Continentale ont un poids croissant à la Bourse de Hong-Kong. Cette évolution est relativement récente puisque les premières cotations de sociétés de Chine Continentale à la Bourse de Hong-Kong (actions H) ont eu lieu en 1993. Il a fallu attendre la fin des années 1990 pour que les sociétés chinoises cotées à Hong-Kong directement (actions H) ou à travers leurs filiales (*red chips*) prennent une importance significative. Depuis, le mouvement s'est accéléré et les transactions sur les actions chinoises ont représenté plus de la moitié des transactions totales en 2003.

Graphique n° 3
Part des actions chinoises dans les transactions
de la Bourse de Hong-Kong
(en %)



Entre juillet 1993 et juillet 2004, les entreprises chinoises ont levé près de 113 Md\$ US de capitaux sur la Bourse de Hong-Kong, soit 49 % du montant global du marché primaire à Hong-Kong. Ce sont donc aujourd'hui les entreprises chinoises (115 actions H et 76 *red*

chips au 31/08/2004) qui donnent à la Bourse de Hong-Kong la taille critique pour se situer parmi les 10 grands marchés mondiaux.

Tableau n° 4
Part des sociétés chinoises dans l'activité de la Bourse de Hong-Kong en 2004

	Actions H et <i>Red Chips</i>	Autres actions	Total
Nombre de sociétés*	179 (16,7 %)	895 (80,3 %)	1 074
Capitalisation (Md\$ US)*	197,4 (27,6 %)	516,6 (72,4 %)	714
Introductions**	15 (34,1 %)	29 (65,9 %)	44
Fonds levés par introduction** (Md\$ US)	3,4 (45,9 %)	4 (54,1 %)	7,4
Transactions** (moyenne quotidienne, en Md\$ US)	0,9 (45 %)	1 (55 %)	1,9

*au 31/07/2004, ** entre le 1/01/2004 et le 31/07/2004.

Source : HKEx.

Comme pour les actions de Hong-Kong, le marché reste très concentré, notamment celui des *red chips*.

Tableau n° 5
Les cinq plus importantes capitalisations des sociétés chinoises (en Md\$ US, au 31/08/2004)

<i>Red chips</i>		Actions H	
China Mobile	57,3	Petrochina	8,8
CNOOC	19,1	China Petroleum and Chemical	6,5
Bank of China HK	19,1	China Telecom	4,4
China Unicom	9,2	China Life insurance	4,4
CITIC	5,6	Ping An insurance	3,3
Capitalisation totale	860	Capitalisation totale	395
Part des 5 premières	75 %	Part des 5 premières	50 %

Source : HKEx

Ceci n'est pas sans difficulté pour le fonctionnement de la Bourse de Hong-Kong.

Le premier risque est celui d'une excessive focalisation sur la Chine Continentale. La réforme de la Bourse effectuée en 2000 visait aussi à renforcer les accords de partenariat et de coopération transfrontaliers avec les autres grandes Places financières internationales. En septembre 2002, la HKEx avait mandaté la banque d'investissement, JP Morgan Chase, pour étudier l'opportunité d'investir, sous forme de prise de participation au capital, dans d'autres Places boursières internationales



(Bourses, Places de cotation électronique et chambres de compensation) et identifier des cibles d'investissement potentiel. La HKEx a décidé depuis d'abandonner ces projets de prise de participation et préfère s'attacher à développer des projets de partenariats avec les Bourses de Shenzhen et Shanghai, sans participation en capital et de se concentrer sur la Chine, au risque d'apparaître comme une Place exclusivement chinoise.

Le deuxième risque est celui de la fragmentation du marché, notamment d'actions, entre sociétés chinoises et de Hong-Kong. Malgré l'interpénétration croissante des deux économies, les sociétés de Hong-Kong restent peu influencées par la conjoncture chinoise. Si, en effet, elles ont délocalisé leur production en Chine, elles sont presque exclusivement tournées vers l'exportation et se financent peu sur le marché de Chine Continentale. En outre, les plus grandes capitalisations de la Bourse de Hong-Kong sont constituées de grands conglomérats, ayant finalement une exposition limitée, voire très limitée sur la Chine. Enfin, les systèmes financiers, et notamment la monnaie, restent distincts et assez cloisonnés. Dans ce contexte comme le montre la faible corrélation entre l'indice Hang Seng et celui des actions H, le marché actions devient de plus en plus dual.

Enfin, la vague d'introductions en Bourse d'entreprises chinoises pose au marché un dilemme : d'un côté, la Bourse de Hong-Kong ne peut conserver une taille critique qu'en attirant des sociétés chinoises, de l'autre, ces sociétés ne présentent pas toujours les garanties nécessaires, notamment en matière de gouvernance¹², ce qui peut attenter à la réputation du marché¹³, notamment auprès des investisseurs internationaux. Dans ce contexte, le contrôle de premier niveau des inscriptions à la cote prend une importance stratégique. Aussi le débat entre ceux qui souhaitent le laisser à la HKEx et ceux qui souhaitent le confier à l'autorité de régulation (SFC)¹⁴ est-il au centre des préoccupations de la Place financière.

La réforme des marchés financiers de Chine Continentale marque quelques avancées, notamment concernant l'influence croissante du régulateur. Il dispose d'un mandat extensif pour poursuivre les délits financiers, radier les entreprises défaillantes de la cote. On observe aussi quelques pas vers une meilleure transparence comptable et une meilleure prise en compte du risque de réputation par les entreprises. Toutefois, les carences demeurent encore trop importantes pour prédire, dans un proche avenir une normalisation des Places de Chine Continentale (information financière défaillante ; sécurité juridique insuffisante ; faible applicabilité des décisions de justice ; nombre encore trop limité



de sociétés privées autorisées à la cote ; prédation des actifs par les actionnaires majoritaires).

Le succès de la réforme en cours dépendra, pour beaucoup, de l'engagement politique affiché par le nouveau gouvernement pour la mener à bien. À ce jour, la réforme bancaire concentre l'attention du Premier ministre, Wen Jiabao. La réforme des marchés n'a pas bénéficié d'annonce spectaculaire et se limite sur ce chapitre, pour une large part, à une simple énumération de principes de bonne gouvernance. Or, les marchés chinois sont à un moment critique de leur histoire. Les besoins de capitaux s'accroissent. Sans changement manifeste, on peut anticiper de possibles échecs lors des nombreuses introductions en Bourse à venir. Les déboires de China Life ont, par exemple, fortement pesé sur l'introduction en demi-teinte à Hong-Kong du deuxième assureur vie du pays, Ping An.

Au-delà, le succès de la réforme des marchés est ainsi plus largement lié à la réforme des entreprises d'États, qui constituent l'essentiel de la cote. À cet égard, on peut s'interroger sur la stratégie d'assainissement des entreprises publiques par de simples introductions en Bourse. En effet, malgré l'opinion optimiste de la CSRC, quant à l'effet bénéfique des introductions en Bourse sur la gestion interne des entreprises cotées, de nombreux analystes¹⁵ doutent de leur efficacité. En effet, si les entreprises cotées réussissent mieux que les entreprises non cotées, c'est avant tout en raison d'un biais sélectif, les entreprises les plus performantes étant celles qui accèdent à la cote en priorité. Ensuite, plusieurs études montrent que l'on ne constate pas d'amélioration significative des résultats des entreprises publiques après leur cotation.

Tant que la réforme des marchés continentaux n'est pas menée à bien, le rôle de la Place de Hong-Kong est appelé à perdurer, complétée, plutôt que concurrencée, par les places de Shanghai et Shenzhen. Celles-ci n'offrent, en fait, pas les mêmes services que Hong-Kong, ni aux investisseurs internationaux, ni aux entreprises chinoises. En ce qui concerne les investisseurs internationaux, les marchés d'actions B ont montré leurs limites et les mesures envisagées de relâchement du contrôle des changes pour les investissements de portefeuille entrants, notamment l'ouverture à des investisseurs institutionnels étrangers qualifiés dans le cadre du QFII, ne paraissent pas susceptibles d'engendrer des flux de capitaux significatifs¹⁶. L'abondance de ressource en Chine et, notamment, la présence d'une épargne considérable et captive du fait du contrôle des changes pouvait laisser craindre que les entreprises chinoises se financent exclusivement sur le marché local où les ratios de valorisation étaient beaucoup plus élevés. Il n'en a rien été, dans la mesure où les marchés de Shanghai et de Shenzhen n'offrent pas la même sécurité, et où les autorités ont continué à favoriser les intro-



ductions en Bourse à Hong-Kong. La plupart des actions H inscrites à la Bourse de Hong-Kong ont néanmoins été par la suite introduites aussi sur les marchés chinois des actions A. Une étude du HKEx, sur un échantillon des 92 entreprises ayant une double cotation (au 31/12/2003) montre que celle-ci, loin d'être un frein aux transactions sur la Bourse de Hong-Kong, les a, au contraire, stimulées¹⁷.

En revanche, si la concurrence de Londres ou de New York reste pour l'instant limitée, elle devrait s'accroître. Les grands marchés financiers occidentaux ont aujourd'hui un rôle très marginal dans le financement des entreprises chinoises. Il n'en demeure pas moins qu'ils constituent une alternative comme le montre le choix d'une entreprise chinoise, en septembre 2004 et pour la première fois, d'être cotée directement sur le NASDAQ¹⁸. De même, les grandes banques d'État chinoises envisagent une introduction à la fois sur les marchés chinois et à New York. L'internationalisation des entreprises chinoises devrait naturellement renforcer la pertinence de cette alternative. D'une part, en se rapprochant des standards internationaux de gouvernance, les entreprises chinoises auront moins de difficultés à accéder à la cote des grands marchés occidentaux, d'autre part, la cotation sur ces marchés est un élément de visibilité que recherchent les entreprises qui s'internationalisent.

20

Grâce au principe « un pays, deux systèmes », la Chine dispose aujourd'hui avec Hong-Kong d'une Place financière internationale, totalement *off-shore*, régie par des règles totalement différentes de celles du reste de la Chine. L'existence de cette Place financière a sans doute permis de différer, en en réduisant l'urgence, des réformes délicates : assainissement du secteur bancaire, assouplissement, puis suppression, du contrôle des changes, transfert au secteur privé des droits de propriété sur les grandes entreprises, progrès en matière de gouvernance. Elle a, de ce fait, contribué à freiner l'émergence de marchés financiers significatifs et performants en Chine Continentale. Est-ce pour autant une hypothèque sur la poursuite du décollage de l'économie chinoise ? En partie non, si l'on se réfère aux expériences des pays de la région : le développement de marchés financiers performants n'a jamais été une des conditions préalable du « miracle asiatique », ni pour le Japon, ni pour les Dragons (sauf les cas particuliers de Hong-Kong et Singapour), ni pour les Tigres. Toutefois, et l'époque, et les conditions du développement de l'économie chinoise sont différentes.

ANNEXE

Lexique des marchés financiers chinois

Actions H : titres d'entreprises enregistrées en République populaire de Chine et autorisées à être cotées à Hong-Kong. L'indice Hang Seng China Enterprise, qui regroupe les actions H, est composé de 37 titres.

China Securities Regulatory Commission (CSRC) : autorité de régulation des marchés financiers, créée en 1992. Cette compétence relevait auparavant de la Banque centrale. Elle est dirigée par un président, 5 vice-présidents et 3 présidents assistants. Son siège est à Pékin, mais elle dispose de 38 bureaux régionaux et locaux. Fin 2003, elle comptait 1 511 agents.

China Securities Depository and Clearing Corporation : créée en mars 2001 et placée sous l'autorité de la CSRC.

Dalian Commodity Exchange (DCE) a été créée en 1993. Elle compte 197 membres répartis dans l'ensemble du pays. La DCE traite avant tout des contrats sur graine de soja (le plus actif) et tourteaux. Les contrats sur soja en Chine représentent le quart des contrats équivalents cotés à Chicago, et 5 fois ceux échangés à Tokyo. La DCE occupe le 2^{ème} rang mondial sur ce segment. Le volume de transactions s'est élevé à 3 989 Md renminbi en 2003 (+ 91%).

Hong-Kong Stock Exchange (HKEx) : société privée assurant la gestion de la Bourse de Hong-Kong. Elle a été créée en 2000 dans le cadre de la réorganisation des marchés boursiers. Les marchés boursiers et à terme ont été fusionnés et démutualisés en mars 2000. La HKEx a été introduite sur le premier marché le 27 juin 2000.

Qualified Domestic Institutional Investor (QDII) : projet gouvernemental visant à autoriser certains investisseurs institutionnels chinois à investir à l'étranger.

Qualified Foreign Institutional Investor (QFII) : licence d'investissement sur les marchés de Chine Continentale soumise à quotas très stricts et délivrée aux étrangers.

Red Chips : nom donné aux sociétés enregistrées à Hong-Kong et dont le capital est détenu au moins pour 35 % par des résidents de Chine Continentale et dont le principal actionnaire est chinois. L'indice Hang Seng China Affiliated (indice Red Chips) comprend 27 entreprises.

Security Association of China (SAC) : créée en 1991, il s'agit de l'organisation professionnelle des sociétés de Bourse en Chine Continentale. Elle assure, dans la limite de ses 229 membres et de ses moyens, une fonction d'autorégulation de la profession.



Securities and Future Commission (SFC) : elle assure la surveillance des marchés de Hong-Kong. La SFC a été créée en mai 1989 à la suite de l'adoption de l'Ordonnance sur les opérations boursières (Securities and Futures Ordinance) pour répondre à la faiblesse des autorités de régulation de marché, mise en lumière lors du krach de 1987. Placée sous la tutelle directe du chef de l'Exécutif et du ministre des Finances, la SFC est un organisme dont l'indépendance est garantie par la loi.

Securities and Futures Ordinance (SFO) : la SFC est à l'origine de cette Loi sur les opérations boursières à Hong-Kong promulguée le 13 mars 2002 et entrée en vigueur le 1^{er} avril 2003. Elle a regroupé et mis à jour les 10 ordonnances existantes, qui avaient été élaborées au cours des 25 dernières années sur la régulation des marchés boursiers. La SFO renforce la transparence et le contrôle des opérations boursières ainsi que la répression des infractions afin d'assurer une meilleure protection des investisseurs ; elle a également modifié le système d'indemnisation des investisseurs en remplaçant les deux fonds d'indemnisation existants par un fonds d'indemnisation unique.

Shanghai Stock Exchange : créée le 26 novembre 1990, il s'agit du principal marché de Chine Continentale. La cote est répartie en actions A libellées en monnaie locale, accessibles aux seuls résidents chinois et quelques investisseurs étrangers qualifiés, et en actions B libellées en dollars de Hong-Kong et en dollars américains, ouvertes aux étrangers. Fin 2003, on comptait 780 entreprises cotées et une capitalisation totale de 2980 Md renminbi. Il existe à présent une bande de fluctuation journalière maximale de 10 % par titre (et de 5 % pour les titres à traitement spécial).

Shanghai Futures Exchange (SHFE) est le résultat de la fusion en 1999 de plusieurs marchés dérivés de Shanghai sur les métaux et céréales. À la fin 2003, la SHFE comptait 219 membres et disposait de 220 terminaux de transactions à travers le pays. Les transactions portent sur le cuivre, l'aluminium et le caoutchouc. En 2003, le volume de transactions a connu une croissance record (+ 269 %).

Shenzhen Stock Exchange : créée le 1^{er} décembre 1990, elle compte 507 entreprises cotées. Fin décembre 2003, la capitalisation s'élevait à 1265 Md renminbi, répartis en actions A et B, comme à la Bourse de Shanghai.

Zhengzhou Commodity Exchange (ZCE) fut historiquement le premier marché de produits dérivés chinois, créé en octobre 1990. Il est de taille bien plus modeste que ceux de Shanghai et de Dalian. Il compte 218 membres fin 2003. Les contrats échangés portent sur le



blé, le haricot et l'arachide. Le volume de transactions a atteint 796 Md renminbi l'an passé (soit une croissance annuelle de 253 %). La ZCE souhaite étendre peu à peu son activité à l'ensemble des produits agricoles.

NOTES

1. Par exemple, « Chinese stock investors make huge losses », *Shanghai Daily*, 26 septembre 2003.
2. Pour plus d'informations sur la réforme bancaire, voir la note « panorama et réforme du système bancaire chinois », J-P. Yanitch, site Internet de la Mission économique de Pékin, <http://www.missioneco.org/Chine/>
3. Pour plus d'informations sur les données officielles relatives aux marchés continentaux, *China's securities and Futures Markets*, CSRC, avril 2004.
4. Le producteur d'alliages métaux et de machines Shenyang Hejin Holding CO Ltd (SZA 000633), l'entreprise d'agroalimentaire Xinjiang Tunhe Investment Co Ltd (SHA 600737) et l'équipementier auto Torch Investment Co Ltd (SZA 000549).
5. Hongkong, world number 2 warrant market, HKEx planning and research unit, 2004.
6. *The implication of CEPA for Hong Kong securities industry*, Matthew Harrison, HKEx, 2004
7. *Understanding investors in the Hong Kong listed securities and derivatives market*, Essie Tsoi, bulletin de la SFC, 2004
8. Pour plus d'informations sur le CEPA, voir, par exemple : « un accord bilatéral entre Hong-Kong et la Chine : le CEPA », Bruno Cabrillac, *Perspectives chinoises*, août 2004.
9. Pour un suivi de l'actualité et de la réforme financière chinoise, *Revue Financière Grande Chine, hebdomadaire*, publiée par les Missions économiques de Pékin, Hong-Kong et Taipei, *ministère des Finances français*.
10. « Developing Institutional Investors in People's Republic of China », *Banque mondiale*, 24 octobre 2003.
11. Pour une analyse des enjeux du financement des retraites par le marché : *China's pension reform and capital market development*, Xin Wang, *China and World Economy*, vol 12, number 3-2004.
12. Une étude récente de City University of Hong kong montre que, sur une échelle de 1 à 100 mesurant la corporate governance des sociétés cotées, la moyenne des sociétés hongkongaises du Hang Seng se situe à 52, celle des actions H à 44.
13. À cet égard, la multiplication des scandales boursiers touchant des entreprises privées chinoises cotées à Hong-Kong, comme le dernier en date qui a touché la société Far East Pharmaceutical, dont le cours a perdu plus de 90 % en une seule journée, n'est guère rassurante.
14. Projet proposé par le gouvernement en 2002, avant d'être enterré.
15. « Enterprise reform and stock market development in mainland China », Stephen Green, Deutsche Bank, 25 mars 2004; ou « Can a capitalist equity market help reform of Chinese state-owned enterprises? », Huang, S. et Song F., University of Hongkong, *Working paper*, 2002.
16. Voir en ce sens : « Hongkong SAR, meeting the challenges of the integration with the Mainland », Financial market developments, William Lee et Ida Liu, FMI, occasional Paper 226, 2004.
17. *Impact of the issuance of A Shares on the turnover of H Shares*, Joseph Lee et Yan Yuhong, HKEx, décembre 2003.
18. Techfaith Wireless Communication Technology, une société chinoise qui a préféré le NASDAQ au GEM, South China Morning Post du 22 septembre 2004.

