

*Banca d'Italia*  
*Lezioni Paolo Baffi*  
*di Moneta & Finanza*

BANCA D'ITALIA

*Lezioni Paolo Baffi*  
*di Moneta & Finanza*

AMARTYA K. SEN

DENARO E VALORE:  
ETICA ED ECONOMIA DELLA FINANZA



ROMA, 26 aprile 1991

BANCA D'ITALIA

*Paolo Baffi Lectures  
on Money & Finance*

AMARTYA K. SEN

MONEY AND VALUE:  
ON THE ETHICS AND ECONOMICS OF FINANCE



EDIZIONI DELL'ELEFANTE

*Traduzione in italiano di Bruna Ingrao*

©

*Copyright 1991, Amartya K. Sen*

ISBN 88 7176 010 7

## SOMMARIO / CONTENTS

<i>Indirizzo di saluto del Governatore Carlo A. Ciampi</i>	9
<i>Welcoming address by Governor Carlo A. Ciampi</i>	15
Money and Value: On the Ethics and Economics of Finance	21
Notes	65
References	73
Denaro e Valore: Etica ed Economia della Finanza	79
Note	128
Riferimenti Bibliografici	137

INDIRIZZO DI SALUTO  
DEL GOVERNATORE CARLO A. CIAMPI

*Signor Presidente della Repubblica, Signori Rappresentanti degli Organi costituzionali, Signore e Signori,*

*sono profondamente grato a questo uditorio così illustre e qualificato, qui convenuto per la prima 'Lezione Paolo Baffi di Moneta e Finanza': l'iniziativa con cui la Banca d'Italia ricorda l'uomo che per oltre mezzo secolo ha servito questo Istituto e il Paese con illuminata intelligenza, con dedizione profonda.*

*All'indomani della morte di Baffi, la Banca d'Italia decise alcune iniziative per onorarne la memoria. Ha avviato la pubblicazione della raccolta dei suoi scritti scientifici. Ha intitolato al Suo nome la propria biblioteca, le cui nuove strutture sono state inaugurate lo scorso dicembre. Ha istituito la Lezione che oggi inizia la propria serie.*

*La Lezione si svolgerà con cadenza biennale, su un tema rilevante nel campo della moneta e della finanza, nel solco di quegli studi a cui Paolo Baffi continuò a rivolgere i suoi interessi anche quando più onerosi e pressanti si facevano gli impegni del Suo ufficio di banchiere centrale.*

*Sarebbe estranea allo stile sobrio e schivo di una personalità massimamente attenta al contenuto delle cose una iniziativa che cercasse il proprio lustro nel nome di Baffi piuttosto che nel suo valore intrinseco.*

*La 'Lezione Baffi' nasce nel segno della ricerca di contributi, di analisi, di approfondimento, di critica da parte di studiosi eminenti: il campo della moneta e della finanza, pur intensamente coltivato da una ormai grande tradizione di*

*analisi teorica ed empirica, può e deve continuare a dare frutti di pensiero, sollecitati da una realtà che cambia, richiesti dallo sviluppo complessivo della disciplina economica e delle scienze morali, necessari a chi è impegnato nel decidere e nell'agire. Questa Lezione aspira a divenire un riferimento nella produzione scientifica corrente.*

*Un traguardo ambizioso, ma concreto. Un programma di lavoro che confida nel contributo e nell'impulso di un gruppo di personalità tra le più eminenti che la scienza economica contemporanea abbia espresso può fondatamente aspirare all'eccellenza. A partire dalla seconda Lezione, il Comitato scientifico, interamente composto da studiosi esterni alla Banca, sceglierà in piena autonomia l'oratore e l'argomento oggetto della Lezione.*

*Il Comitato scientifico si rinnoverà gradualmente. I suoi membri resteranno in carica per tre sessioni; l'oratore uscente ne diventerà membro di diritto e lo presiederà nella sessione successiva a quella in cui sarà entrato a farne parte.*

*Ai membri del Comitato desidero manifestare la gratitudine della Banca d'Italia per avere accettato l'incarico.*

*Quando nella primavera dello scorso anno proponemmo al professor Amartya Sen di inaugurare le 'Lezioni Paolo Baffi', ci indussero alla scelta l'ampiezza e la profondità del suo itinerario di ricerca.*

*La formazione di Sen, oggi professore di economia e filosofia all'Università di Harvard, è ricca degli apporti di culture e civiltà diverse; la sua esperienza accademica è matu-*



rata in luoghi che la tradizione o specifici filoni di ricerca collocano al crocevia intellettuale di chi voglia dedicarsi allo studio dell'economia politica: Oxford e Cambridge, Londra e Harvard, Delhi e Calcutta.

Ci erano presenti i suoi contributi all'economia del benessere e alla teoria delle scelte sociali, gli studi sui problemi della disuguaglianza e della povertà e sui fondamenti teorici della loro misurazione, l'analisi dello sviluppo economico. Ma un progetto sopra tutti vogliamo oggi richiamare, che è da anni al centro del suo impegno: il tentativo di coniugare, nella tradizione di Adam Smith, i principi dell'etica e dell'economia. Non vi è fra essi contrapposizione ove se ne consideri la comune appartenenza a un unico sistema di valori incentrato sull'uomo, a un tempo individuo e membro della società.

Prima di pregare il Prof. Modigliani di assumere la presidenza di questo incontro e di cedere la parola al Prof. Sen, desidero rinnovare il ringraziamento del Direttorio, del Consiglio Superiore, qui convenuto, e dell'intero Istituto al signor Presidente della Repubblica per aver voluto onorare con la Sua presenza questa manifestazione. Sono grato a tutti gli altri intervenuti: la loro partecipazione esprime l'attenzione riservata ai temi che qui si affrontano; è conferma del richiamo che essi esercitano.

WELCOMING ADDRESS  
BY GOVERNOR CARLO A. CIAMPI

*Mr. President, honoured representatives of the highest institutions of the Italian Republic, ladies and gentlemen.*

*I am profoundly grateful to the eminent and illustrious company gathered here today for this first 'Paolo Baffi Lecture on Money and Finance', sponsored by the Bank of Italy to commemorate a man who for over half a century served our institution and the nation with enlightened intelligence and selfless dedication.*

*Upon the death of Paolo Baffi, the Bank of Italy undertook a number of initiatives to honour his memory, including the publication of his collected works and a new library named after him that was inaugurated last December. And today marks the start of the series of lectures bearing his name.*

*The Paolo Baffi Lecture will be held biannually and will address a significant topic in the field of money and finance, along the lines of the academic research to which Paolo Baffi continued to apply his interest and attention, even when his commitments as a central banker became heavier and more pressing.*

*It would clash with the sober, self-effacing style of a man who attributed overriding importance to the substance of issues if these lectures were to base their fame on the name of Baffi himself rather than on the intrinsic value of the programme.*

*Accordingly, the Paolo Baffi Lecture has been conceived as a forum in which eminent scholars can present their contributions of further research, critique and analysis. The field of monetary and financial economics, though intensively*

*cultivated by what has grown into a grand tradition of theoretical analysis and empirical study, can and should continue to bring forth new thinking, spurred by changing economic realities required for the general development of economics and the social sciences, and indispensable to those whose responsibility it is to decide and to act.*

*The Paolo Baffi Lecture will, we hope, become a valued point of reference for contemporary economic scholarship. The aim is ambitious, but practical. A programme that can count on the contribution and impetus of some of the most eminent contemporary economists can reasonably aspire to excellence. Starting with the second Lecture the Scientific Committee, none of whose members belong to the Bank of Italy, will select the speaker and the subject of the talk entirely at its own discretion.*

*The Scientific Committee will be renewed gradually, its members holding their positions for three Lectures. Each lecturer becomes an ex officio member of the Committee and acts as chairman for the Lecture following his appointment. Let me take this opportunity to express the gratitude of the Bank of Italy to the members of the Committee for having accepted their nomination.*

*A year ago, when we invited Professor Amartya Sen to give the inaugural Paolo Baffi Lecture, our choice was guided by the vast scope of Professor Sen's scholarly work. Today Amartya Sen teaches economics and philosophy at Harvard University, but his learning is rooted in a wealth of diverse*

*cultures and civilizations. His academic career over the years has been spread over a series of locations which through either tradition or specific lines of research have become essential for scholars engaged in the study of political economy: Oxford, Cambridge, London, Harvard, Delhi and Calcutta.*

*We are all familiar with Professor Sen's work on welfare economics and the theory of social choice, his studies on inequality and poverty and the theoretical foundations for their measurement, his analysis of economic development. But today we are especially concerned with a project to which Professor Sen has dedicated years of study and commitment: the attempt to reconcile ethical and economic principles, in the tradition of Adam Smith. For these are not contradictory principles when one considers their common focus in a single set of values centred on man, as both an individual and a member of society.*

*Finally, before asking Professor Franco Modigliani to take the chair, I wish to express the gratitude of the Directorate and the Board of Directors of the Bank of Italy to the President of the Republic for honouring the first Paolo Baffi Lecture with his presence. I thank you all for coming here today: your presence is clear testimony of the general interest in the themes we are dealing with, a telling confirmation of their exceptional attraction.*

MONEY AND VALUE:  
ON THE ETHICS AND ECONOMICS  
OF FINANCE

ARGUMENT

Introduction

1. *Duties and consequences*
2. *A puzzling contrast?*
3. *Deontology, consequentialism and usury*
4. *Kautilya's Arthaśāstra*
5. *Aristotle's Politics and Ethics*
6. *Deuteronomic analysis*
7. *Adam Smith, the interventionist*
8. *Profits and managerial responsibility*
9. *Instrumental constraints for firms*
10. *Insider information and trading*
11. *A concluding remark*

MONEY AND VALUE:  
ON THE ETHICS AND ECONOMICS  
OF FINANCE<sup>1</sup>

INTRODUCTION

I FEEL deeply honoured and privileged to have the opportunity of giving the first Baffi Lecture at the Bank of Italy. Paolo Baffi was not only a distinguished banker and financial expert, he was also a remarkable economist and a visionary social thinker. He had outstanding technical expertise in many different fields, but combined his intellectual eminence with a profound sense of values. As Governor Ciampi put it at the general meeting of the Bank of Italy last May, Paolo Baffi represented 'an extraordinary combination of penetrating logic, erudition and moral strength'; he was 'not only a gifted student of economics, he had a deep-seated commitment to act for the common good'.<sup>2</sup> In remembering Baffi today, we have to keep in mind both his intellectual contributions and his general evaluative concerns.

## 1. *Duties and consequences*

Ethical reasoning about what should or should not be done often involves various notions of *duty*. This applies to the ethics of financial activities as well. Conventional ideas of duty are often based on dissociating the duties that we must perform (so-called 'deontological obligations') from their consequences. There have, in fact, been various proposals in formal ethics as well as in commonsense morality that suggest that duties could be seen in consequence-independent terms. I have tried to argue elsewhere that such dissociation would be a mistake, and that it is hard to reconcile such disconnection with the demands of the discipline of ethical reasoning.<sup>3</sup> In the present context, i.e. in analyzing the ethics and economics of finance, the connections can be particularly crucial. The interrelation between *duties* and *consequences* is, in fact, deeply relevant to financial ethics, and we have to examine how the connections operate.

Finance is a subject on which ethical precepts have been critically examined over thousands of years. I shall examine some aspects of traditional analyses of financial ethics and economics, varying from Kautilya and Aristotle in the fourth century B.C. to Adam Smith in the eighteenth century. It will be argued that the principles and concerns that emerge from these analyses remain



deeply relevant to current issues of financial organization and help us to confront contemporary problems. I shall illustrate this with some interrelated problems of financial and business ethics dealing with the duties of the financial agents, such as managers and other administrators of financial institutions and business firms.

One issue relates to the *objectives* to be pursued by the firm — in particular the role of profit maximization. The priority of profit could be advocated on two very different grounds: (1) that this is the way to some social optimum; (2) that the fiduciary responsibility to the shareholders implies a duty to maximize profits on their behalf. The connection between the two arguments is also of considerable interest.

A second issue concerns the *instrumental constraints* that should limit the firm in the pursuit of its chosen objectives (such as profit maximization). Particular business or financial actions may be ruled out as inadmissible even though they might have enhanced the promotion of those objectives. For example, does the pursuit of the objective of profit maximization admit the instrument of influencing public policy in its direction? To take a different type of issue, should there be some constraints on handling ill-gotten fortunes, or on 'laundering' money, even when the financial institution itself is not involved in anything directly illegal?

The third issue concerns the *behavioural constraints*

that may fittingly restrict the pursuit of private profits by individual financial agents. The quest for personal gains by the agents themselves may conflict with the interests of the shareholders, or with those of the community at large. How might we assess the *legitimacy* of different types of personal pursuits within business firms? The big question of 'insider trading' is an interesting and important one to look into in this context.

These issues would be readily recognized as problems that have attracted attention in recent years. Some have led to animated debates, and it may be helpful to examine some of those debates.

## 2. *A puzzling contrast?*

I turn now to the traditional approaches to the ethics of finance. Perhaps, I could begin by posing what seems to me to be an interesting contrast — a dissonance between the low image of the practice of finance and the high social contribution it undoubtedly makes. In Polonius' advice to his son, 'Neither a borrower nor a lender be', there is perhaps more pragmatic caution than moral rejection, but the profession of lending money has been chastised in no uncertain terms over thousands of years. Jesus drove the moneylenders out of the temple; the injunctions of the prophets and the

Jewish rules of conduct denounced the charging of interest; Islam proceeded to forbid usury.

Secular thinkers too did not generally view living on interest with great favour. Solon cancelled most debts and forbade many types of lending altogether in his laws, which were emulated by Julius Caesar five centuries later. Aristotle remarked that interest was unnatural and unjustified breeding of money from money, and his criticisms have influenced scholars and ethicists of many centuries. Cicero mentions that when Cato [the Elder] was asked what he thought of usury, Cato responded by asking the inquirer what he thought of murder.

The social acceptability of those who had become rich by lending money remained a deeply problematic issue until recent times. In Britain in particular banking activities were frequently shunned by the English upper classes, leaving such transactions to the foreigners and Jews, and to this day the location of the Bank of England on Lombard Street bears testimony to the crucial role of foreigners in English finance until recent times.<sup>4</sup> Shakespeare's portrayal of Shylock brings out some features of prevailing social attitudes regarding financiers in Elizabethan England.

I can go on with other examples, but perhaps the point is clear enough. Finance has been traditionally subjected to much moral criticism. And yet it is also

widely acknowledged that finance plays an important part in the prosperity and well-being of nations. Much of the affluence of the present times would have been impossible if the world had followed Polonius' advice. Also in matters of culture and science, the creative role of finance is powerful enough. Historically, not merely the industrial revolution but even the renaissance would have been deeply problematic — perhaps impossible — without the helping hand of finance.<sup>5</sup>

So the first question is simply this: how is it possible that an activity that is so useful has been viewed as being morally so dubious?

### 3. *Deontology, consequentialism and usury*

In modern ethics, the distinction between 'deontological' and 'consequentialist' approaches is frequently made. The deontological approaches give the concept of duty a primary and dominant position. In contrast, consequentialist approaches derive duty and right actions on the basis of their respective consequences. They start off by asking what our goals are, what makes the outcomes good, and so on, and then go on to derive our duties from the goal-based evaluation of consequences.<sup>6</sup>

Deontology can take different forms — some less sensitive to consequences than others. Broad deontol-

ogical approaches advanced by such philosophers as Immanuel Kant (1788) do not de-link the idea of duty from the consequences of the actions related to that duty and explore consequential features quite extensively. On the other hand, the gap could be very substantial when consequence sensitivity is denied, as is the case in more 'purist' deontological structures. For example, in *Bhagavadgita*, Krishna takes an explicitly anti-consequentialist view of one's duty in advising the sensitive hero Arjuna on his duty to fight for the right cause, despite Arjuna's argument that it cannot be right to fight even a just war that would cause so much suffering of both friends and foes. As summarized by T.S. Eliot, with evident sympathy, Krishna's position takes the form of the admonishment: 'And do not think of the fruit of action. / Fare forward'. Eliot concludes: 'Not fare well, / But fare forward, voyagers'.<sup>7</sup>

The activities of a usurer in charging high interest might appear, in some perspective, as a violation of the obligation to treat other human beings in a human way. No humane approach — consequentialist or deontological — can escape taking some note of this aspect of the problem, along with other consequences. But in some 'purist' deontological frameworks, this recognition, in itself, might be taken to be an adequate basis for making usury morally or legally inadmissible. This

could be so even if it turns out to be the case that things would be *even worse* for the would-be borrowers in the absence of those lendings.<sup>8</sup>

Thus, in a 'purist' (i.e. consequence-insensitive) deontological framework, there need be no conflict between condemning the lending of money at an interest and at the same time agreeing that the practice of lending can be conducive to many good results (e.g. facilitating trade, employment and income). The apparent dissonance can easily arise from seeing right conduct in a consequence-independent way.

However, traditional scrutinies of financial ethics did not always take the form of 'purist' deontology. Indeed, the more weighty condemnations of finance and usury have tended to come from those who have taken careful note of their unfortunate consequences in the examined circumstances.<sup>9</sup> As was mentioned earlier, consequence sensitivity is consistent with broad deontological approaches as well as fully consequentialist analysis.

I turn now to four particular critical approaches to usury and finance, viz. respectively of Kautilya, Aristotle, interpreters of Biblical Deuteronomy, and finally Adam Smith.

#### 4. Kautilya's Arthasāstra

Kautilya, who lived in India in late fourth century B.C. (and was, thus, a contemporary of Aristotle), wrote a famous treatise on statecraft and on economic and political policy called *Arthasāstra* (translated from Sanskrit, it would mean something like 'instructions on material prosperity', or simply 'political economy'). Kautilya had no intrinsic criticism to make of the charging of interest for loans, and did not suggest that anyone had any duty to make interest-free loans to anyone else. He started from the proposition that 'the welfare of the kingdom depends' on 'the nature of the transactions between creditors and debtors', and saw the need for 'scrutiny' of financial activities in that perspective.<sup>10</sup>

Kautilya's approach to finance, like his approach to other activities, was centred on the consequences of actions and rules. The determination of right activities and duties depends on their consequences. For example, the king, who is charged *inter alia* with adjudicating disputes in finance, is asked to accept the priority of the goal of 'the happiness of his subjects', and to 'be active and discharge his duties'. 'In the absence of activity, present and future acquisitions will perish; by activity he can achieve both his desired ends and abundance of wealth'.<sup>11</sup>

Kautilya wanted the state to scrutinize financial

transactions thoroughly, to specify maximal rates of interest, and to punish money-lenders if they were to charge rates higher than the stipulated maximum. Maximum rates were to be varied according to various criteria related to the use of the loans and their respective burdens. For example, the rates suggested by Kautilya were especially low for normal household use, quite a bit higher for commercial loans, and very much higher for such risky activities as lending to sea-traders. Note had also to be taken of changes of prices of commodities over time, in some approximate manner.<sup>12</sup>

Aside from illustrating the fact that not all ancient approaches to finance were hostile to the taking of interest, Kautilya's *Arthasāstra* also indicates that it is not necessary to regard interest-charging to be intrinsically evil (or finance to be a generally inferior form of activity) in order to arrive at the recommendation that it be extensively regulated through laws geared to normative objectives. The issue of consequential badness has to be distinguished from intrinsic wickedness. It is a general position that, as we shall presently see, is powerfully developed and used by Adam Smith, and this elementary distinction remains relevant today.

##### 5. *Aristotle's Politics and Ethics*

I turn now to Aristotle's writings. As was men-



tioned earlier, Aristotle's condemnation of usury had an extraordinary influence on European thought over a couple of thousand years. It was particularly powerful in affecting the medieval scholastic traditions, including the works of St. Albert the Great, St. Thomas Aquinas, Johannes Andreae, John Buridan, Nicholas of Oresme, and a great many others, and also the Franciscan School with such critical commentators as Alexander Lombard, William of Ockham, Giovanni Olivi, and others.<sup>13</sup>

It is important to see the many-sided nature of Aristotle's treatment of finance and usury. He discussed a number of related issues together, including: the distinction between making profits from production of output (at constant prices) and making profits by arbitrage (with constant quantities); the lower level of art involved in making financial gains in comparison with the science of commodity production; the evil effects — in generating monopoly and inequality — of the relentless search for profits; the difficulty in giving any really productive role to money in an economy that can be understood in terms of real production, distribution and exchange (*Politics*, Book I, Chapters 9–11).

I believe the main focus of Aristotle's attack on usury has been thoroughly misunderstood in the centuries of commentaries that have followed. From the chapters relating to usury in Book I of Aristotle's *Politics*, the

following passage has been singled out again and again, and taken to represent his reasons for rejecting the legitimacy of interest and the activity of finance in general:

[Money] came into being for the sake of exchange, but interest (τόκος) actually creates more of it. And it is from this that it gets its name: offsprings are similar to those who give birth to them, and interest is money born of money. So of the sorts of business this is the most contrary to nature.<sup>14</sup>

The Greek word τόκος does mean both usury and offspring, and the whole passage has the air of looking like a play on words. But the more serious claim that is being made in this and the proximate passages — a claim that Karl Marx pursues and develops in the first volume of *Capital*<sup>15</sup> — is that it is unnatural to get a reward for *lending* money, for lending is not in itself a creative activity, even though creative things can be done with resources that can be bought *with* money. But it is not this probing distinction, but the simpler theme that ‘usury is unnatural breeding of money from money’, that has been repeated again and again in allegedly Aristotelian analyses of usury.<sup>16</sup>

Also, it was in that simple form that the Aristotelian critique was attacked by various authors defending finance, varying from Gerardo of Siena<sup>17</sup> in the fourteenth century (himself an Augustinian but influenced

by the Franciscan School) to Jeremy Bentham (1790) in the eighteenth, who provided a classic consequentialist rationalization of financial activities in his forcefully argued pamphlet, *Defence of Usury*. Bentham ridiculed Aristotle for (allegedly) attaching great significance to the barrenness of money, suggesting that Aristotle had looked for genitalia in coins and found none: he 'had never been able to discover, in any one piece of money, any organs for generating any other such piece. Emboldened by so strong a body of negative proof, he ventured at last to usher into the world the result of his observations, in the form of an universal proposition, that *all money is in its nature barren*'.<sup>18</sup>

Aristotle's assertion on the unproductive nature of lending money has nothing much to do with the barrenness of coins. In the discussion from which the much-quoted brief passage is selected, Aristotle contrasts the profits made by exchange through the use of price variations over time or space (and in particular by lending and repossessing of money) with increases in the quantity of outputs brought about by household management and commodity creation, such as weaving (*Politics*, Book I, Chapter 10, passage 1258b). Aristotle's rejection of the legitimacy of income earned by the use of price variations may or may not be accepted, and it could also be argued that lending and trading are, in fact, services that must be considered in the account-

ing, but there is no difficulty in understanding the distinction that is being presented by Aristotle and to see that the fecundity of coins is *not* the issue.

Nor is there much difficulty in appreciating Aristotle's concern that in a model of production, distribution and exchange of commodities, it is not easy to accommodate some essential role of money, which (as Aristotle put it) 'seems to be something nonsensical and [to exist] altogether [by] law'.<sup>19</sup> While this is not the occasion to pursue that foundational issue of economic modelling, making room for money in a 'real' model is one of continuing challenge in modern economic theory.<sup>20</sup>

The legitimacy of earnings from financial activities can be defended by pointing to its consequential merits. If Aristotle is to be criticized, that is a natural direction to go, arguing that Aristotle's accounting of the consequences of financial activities is very limited. In the chapter that immediately follows the often-quoted passage on interest being 'money born of money', Aristotle does go into the practical effects of financial activities, beginning the chapter with the remark that 'since we have discussed adequately what relates to knowledge, what relates to practice must be treated'. He proceeds to point towards some *bad* consequences of the search for financial profits, especially the creation of monopoly to further gains. 'In Sicily', says Aristotle, 'a man

used some money deposited with him to buy all the iron from iron foundries, and when traders came from their trading places he alone had it to sell; and though he did not greatly increase the price, he made a hundred talents' profit out of an original fifty'.<sup>21</sup>

It is clear that Aristotle is much concerned that in some types of financial or business activities, there may be little social gain — in fact considerable social loss — even though the activities yield handsome private profits.<sup>22</sup> He did not accept that financial activities required unusual talents: 'this piece of business expertise is universal, if someone is able to establish a monopoly for himself'.<sup>23</sup>

Aristotle's criticism of finance and trade also related to the accentuation of inequality resulting from them: '... in one way it appears necessary that there be a limit to all wealth; yet if we look at what actually occurs we see that the opposite happens — all who engage in business increase their money without limit'.<sup>24</sup> In the *Nicomachean Ethics*, Aristotle is concerned about the exploitative aspects of usury:

Others again exceed in respect of taking by taking anything and from any source, e.g. those who ply sordid trades, pimps and all such people, and those who lend small sums and at high rates. For all these take more than they ought and from wrong sources.<sup>25</sup>

Here as well as elsewhere, Aristotle points to considerations underlying the need for behavioural constraints in dealing with acceptable business and financial activities.

While a modern assessment of finance can scarcely rely exclusively on Aristotelian ethical analysis, nor can it dismiss out of hand Aristotle's concerns (1) about the moral legitimacy of effortless fortunes, or (2) about the consequential harms of (2.1) monopolistic gain-seeking, or (2.2) the accentuation of inequality, or (2.3) the exploitation of the vulnerability of the needy.

## 6. *Deuteronomic analysis*

The basic prohibition on usury in the Jewish faith goes back to *Deuteronomy*, the fifth and last book of the *Pentateuch* in the *Old Testament*, and is by tradition ascribed to Moses. The injunctions take the form of demanding: 'Thou shalt not lend upon usury (*neshek*) to thy brother (*l'ahika*)' (xxiii: 19), but: 'Unto a stranger (*nokri*) thou mayest lend upon usury' (xxiii: 20).<sup>26</sup> Since any lending at interest is identified with usury in standard Jewish interpretation,<sup>27</sup> the prohibition of usury among Jews is an exacting one. It is made more exacting by the requirement of support for poorer members of the community, making it an obligation to help others in need by lending free of interest.<sup>28</sup>

The conception of duty involved in these injunctions

is clearly tribal in origin, and it is not hard to see that the codes are so formulated as to benefit other members of the tribe. The interpretation of the rules (for example in *The Code of Maimonides*) has tended to use the underlying consequential reasoning to draw the dividing line between charging interest, on the one hand, and renting property, sharing profits, using time-related pricing, etc., on the other.

For example, while it is permissible to invest in a joint venture sharing both the profit and the loss, 'a man is forbidden to give his money to another for the purpose of engaging in a joint venture on condition that he share in the profit but not in the loss' (XIII, v: 8; in Rabinowitz [1949], p. 95). This is seen as 'quasi usury', because it has the effect of lending without taking on the full risk of equity investment. The dividing line in the case of other disputed territories is similarly drawn on the basis of checking whether the consequence would be similar to lending at an interest (e.g. the prohibition of sales at parametric prices that go up at specified times in the future). Thus an element of consequential evaluation is incorporated in the nature of the duties specified.

An amusing example of a thoroughly consequential reasoning in Maimonides deals with the distinction between *lending to* and *borrowing from* heathens. Maimonides notes that the sages discouraged *lending to* heathens

precisely because an Israelite lender could pick up the bad customs of the heathens by consorting with them frequently. 'It is therefore permissible', Maimonides assures us, 'to *borrow* at interest from a heathen, since the Israelite borrower is more likely to *avoid* the lender than to associate with him'.<sup>29</sup>

The ethical status of the distinction between Jews and non-Jews raises interesting questions. The dual standards involved have been a matter of considerable discussion in Christian as well as Jewish literature. In Christian interpretation of the distinction, the tendency has been to see it as having some positive role at the time of its origin, but as St. Thomas Aquinas put it to the inquiring Duchess of Brabant, the permission to take usury from strangers has 'long elapsed'.<sup>30</sup> Indeed, one way of universalizing the prohibition of usurious lending to other Jews would be simply to prohibit usurious lending to anyone whosoever — the direction in which Islam went and so did many Christian theologians.

It is, however, possible to universalize the injunction in a different way, viz. prohibiting interest-taking between different members of the same group for *every* group. There are many rules of conduct that require a sense of solidarity with a group with which one identifies (e.g. accepting obligations towards other family members is a good example), and it may be a mistake



to seek universalization directly in the form of having the same obligations towards everyone everywhere. Such an ethical analysis builds group-solidarity into a universalist framework, which can take a broadly consequentialist form, treating group loyalty as an instrument.<sup>31</sup>

Some rabbinical interpretations of the apparently dual standards have tended to go in that direction. For example, in the *Torah Temimah* it has been argued:

Our refraining from taking interest from one another is similar to the regulations of many trade and other associations in which the members provide each other with special benefits. Such benefits are not available to outsiders. Yet there is nothing to prevent others from establishing similar associations and providing the same help.<sup>32</sup>

When we take up contemporary issues of financial ethics, the question of consequential analysis of group solidarity would have to be particularly considered.

### 7. *Adam Smith, the interventionist*

Adam Smith is often thought of as the classic advocate of pure reliance on the market. He did certainly do a lot to bring out the logic of the market mechanism, but he also analyzed some of its more important limitations.<sup>33</sup> As far as the charging of interest is concerned, while Smith was opposed to banning it,<sup>34</sup>

he was supportive of legal restrictions imposed by the state on the maximum rates that could be charged:

In countries where interest is permitted, the law, in order to prevent the extortion of usury, generally fixes the highest rate which can be taken without incurring a penalty. [...]

The legal rate, it is to be observed, though it ought to be somewhat above, ought not to be much above the lowest market rate. If the legal rate of interest in Great Britain, for example, was fixed so high as eight or ten per cent, the greater part of the money which was to be lent, would be lent to prodigals and projectors, who alone would be willing to give this high interest. Sober people, who will give for the use of money no more than a part of what they are likely to make by the use of it, would not venture into the competition. A great part of the capital of the country would thus be kept out of the hands which were most likely to make a profitable and advantageous use of it, and thrown into those which were most likely to waste and destroy it.<sup>35</sup>

Underlying Smith's interventionist logic is the argument that market signals can be misleading, and the consequences of the free market may be much waste of capital, resulting from private pursuit of projects promising quick profits and private waste of social resources.

Jeremy Bentham took Adam Smith to task in a

long letter he wrote to Smith in March 1787, and argued for leaving the market alone.<sup>36</sup> It is an odd episode in the history of economic thought, with the utilitarian interventionist and public reformer, lecturing on the virtues of market allocation to the pioneering guru of market economics.<sup>37</sup> Smith and Bentham both shared a primarily consequentialist approach to the assessment of business and finance, but Bentham disputed Smith's claim that at high rates of interest, 'prodigals and projectors' would lead to social waste, by competing out more productive users of capital. Regarding 'prodigals' or extravagant spenders, Bentham thought that 'it is not among them that we are to look for the natural customers for money at high rates of interest' (p. 136). And he argued at length that those whom Smith saw as 'projectors' — with various projects of making quick money — were also the innovators and pioneers of change and progress (pp. 137-43).

The issue of a legally imposed maximum interest rate is not of immediate relevance in contemporary debates (in this respect Bentham has clearly won over Smith), but it is important to see why Smith took such a negative view of the impact of 'prodigals and projectors' on the economy. He was deeply concerned with the problem of social waste and the loss of productive capital. And he discussed in some detail how this could come about (Book II, Chapter 3). Regard-

ing 'prodigals', Smith saw in them a great potential for social waste, driven as they are 'with the passion for present enjoyment'. So it is that 'every prodigal appears to be a publick enemy'. Regarding 'projectors', Smith's worries related again to social waste:

The effects of misconduct are often the same as those of prodigality. Every injudicious and unsuccessful project in agriculture, mines, fisheries, trade, or manufactures, tends in the same manner to diminish the funds destined for the maintenance of productive labour. In every such project, [...] there must always be some diminution in what would otherwise have been the productive funds of the society.<sup>38</sup>

In seeing the relevance of Smith's interventionism to contemporary financial issues, it is this aspect of Smith's analysis — the possibility of social loss in pursuit of quick private gains — that deserves particular attention.

### 8. *Profits and managerial responsibility*

'The smell of profit is clean / And sweet, whatever the source', wrote Juvenal, in one of his satirical poems about Roman life around 100 A.D.<sup>39</sup> That sceptical view of profit-seeking has not been proved entirely erroneous in any country or age, but the role of profit is seen quite differently in the modern world which

dynamic capitalism has successfully created. The search for profit is now seen, with considerable justice, as the force that creates economic opportunities and leads to their utilization. As John Maynard Keynes — no uncritical admirer of capitalism — put it: ‘The engine which drives Enterprise is not Thrift, but Profit’.<sup>40</sup>

In discussing the relation between duty and consequences, in the context of historical treatments of financial ethics, we had the occasion to note the elementary point that actions that are not intrinsically attractive can nevertheless be productive of good results. That perspective is quite central to assessing the role of profit maximization in economies that make substantial use of the market mechanism. The two aspects of profit-seeking, to wit (1) the search for selfish gain, and (2) its role in providing incentive for yielding efficiency and good results, may be distinct and distant, but a good deal of modern economics (including substantial parts of general equilibrium theory) has been concerned with showing their interconnections (taking off from Adam Smith’s *The Wealth of Nations*).

The basic result that modern general equilibrium theory has presented (sometimes called ‘the fundamental theorem of welfare economics’), is that, with certain specified assumptions (for example, the absence of externalities in the form of interdependences working outside the market), profit-maximizing competitive equi-

libria correspond exactly to the achievement of Pareto efficiency, in the sense that no one can be made better off without making someone else worse off.<sup>41</sup> Also, any Pareto efficient outcome — no matter how egalitarian — can be achieved through *some* competitive equilibrium by making the initial distribution of resources and endowments appropriate for it. But this may well require a thoroughly radical redistribution of ownership, and thus, the full use of this result belongs distinctly to the ‘revolutionary’s handbook’.<sup>42</sup>

However, a less ambitious part of the result, viz. that no matter what the initial distribution of endowments is, every profit-maximizing competitive equilibrium must be Pareto optimal, is more generally available. But in assessing it we have to bear in mind that Pareto optimality in itself need not be a tremendous achievement, and in particular, is consistent with much inequality and poverty. Thus, the Aristotelian concerns about inequalities being associated with a successful business economy are not fully assuaged by the more practical part of ‘the fundamental theorem’. Further, Aristotle would not have been much satisfied by a result that explicitly restricts itself to competitive equilibria, since his criticism of profit-seeking was also concerned with profits that could be made if a person ‘is able to establish a monopoly for himself’ (*Politics*, Book I, passage 1259).

The unequivocal recommendation that business enterprises must maximize profits for the sake of generating good economic consequences is also hampered by the restrictive nature of the underlying assumptions. Here, Adam Smith's concern that market signals can be misleading becomes relevant. Given Smith's tendency to focus on the preservation and expansion of what he called 'the productive funds of the society', he would have been particularly concerned with the environmental impact of many business decisions, on which the signalling of the market is clearly defective. The modern-day 'prodigals and projectors' can play havoc with the air we breathe, the water we drink, and the screening of harmful rays which we take for granted.

I have tried to argue elsewhere that as far as the consequential evaluation of the profit-seeking market mechanism is concerned, there is 'a case for faint praise — not any less, nor much more'.<sup>43</sup> I see no reason to revise that judgement now. But there is a different type of defence of profit maximization that has recently been much discussed, particularly in the context of practical political debates. This does not appeal to any central result in economic theory (such as the so-called 'fundamental theorem'), but to the fiduciary responsibility of the managers to maximize profits because that is what is owed to the owners of capital. The point has been forcefully made, not least in Italy, that

the business managers are responsible for the exclusive pursuit of interests of shareholders, and as such are duty-bound to maximize profits. A departure from that objective might *look* ethical, but in this view, it would amount to an abandonment of the moral responsibilities of trust and guardianship.

This line of approach to business and financial ethics does have a clear-cut and forceful rationale, and also has the distinct advantage of not being dependent on the validity and relevance of some particular piece of economic theory. It simply turns on the immediate responsibility that the managers and other administrators are seen as having — to do what they have been trusted to do. The idea of fiduciary responsibility is undoubtedly appealing. The failure of the managers of many business and financial enterprises to look after the interests of those who trusted them (for example, the irresponsible behaviour of managers of 'Savings and Loans' establishments in the United States) has made us particularly willing to listen to this approach to business and finance.

The distinction, from the point of view of the managers' responsibility, between the shareholders and owners, on one side, and the rest of the world, on the other, has certain Deuteronomic features — some *Old Testament* characteristics. Responsibility is made to turn on a distinction between one special group and all others.



But the question can be raised as to why responsibility should be based on that particular distinction. The fortunes of many different types of people are involved in a business enterprise, and many people — workers for example — may put their trust on the management, no less than shareholders do.<sup>44</sup> If a business goes bust, that is not only a tragedy for the owners of capital, but also for others — including the labour force.

In the context of financial enterprises, such as the 'Savings and Loans' institutions, it cannot be easily argued that the fiduciary responsibility of the managers covers the shareholders but not the millions of trusting *depositors* who put their money into such establishments. Financial institutions operate on a particularly diverse pattern of trust and custodianship, and the domain of the 'fiduciary obligation' can scarcely be confined to the earning of profits for shareholders only.

In general, even for non-financial institutions, it is not at all clear why shareholders' interests should be taken to be so dominant in determining the responsibility of the managers of enterprises given the importance of the cooperation of different groups for the success of the enterprise. There could, however, be a different line of defence of seeing the fiduciary responsibility of the managers as being restricted to the shareholders only. In discussing Deuteronomic distinctions, it was argued earlier that assuming special responsibility

to a group need not be based only on intrinsic grounds, and may well be justified on the basis of consequential analysis of the combination of respective group responsibilities. It could be proposed that the dominance of the shareholders' interests in the decisions of the firm might be seen as a *part* of such a larger schema of group responsibilities. It could be that if the managers look after profits of the shareholders, the trade unions take care of the interests of workers, etc., the over-all result may be just fine. On this view, managers commit themselves implicitly to act in the interests of shareholders only ('as if' they are the shareholders themselves), and the justification for that way of interpreting an 'incomplete' contract may be sought in the consequences of such a practice, in particular its efficiency advantages.

Such a proposal would merit serious examination, though I doubt that it would pass it. For one thing, the exclusion of the interests of the others involved in the enterprise affirms a divisiveness that could well be consequentially counterproductive. Indeed, it could even be argued that it is precisely the *denial* of this distinction between shareholders and others involved in the firm, and the adoption of a more integrated view of the enterprise as 'a large family', that has been a major force in the cooperative efficiency that Japanese industry has tended to achieve.<sup>45</sup> That consequential

argument for taking a less narrow view of responsibility may be seen as reinforcing — rather than contradicting — the intrinsic argument.

While the narrowly defined ‘fiduciary responsibility’ view of managerial responsibility (i.e. managers being responsible only for the fortune of the shareholders) appears to be consequentially unsound, it does not, of course, follow that the best consequences would invariably be obtained by the managers constantly aiming their actions at the maximization of some measure of total social goodness. There may well be a good consequential argument for some narrowing of focus if only on grounds of the economy of information and of the viability of the proposed incentive structure. The main point here is the limitation of the extremely narrow ‘fiduciary responsibility’ view of managerial agency, rather than a defence of ‘the other extreme’ of demanding the broadest ‘social goodness’ motivation for all agents. There is a need to examine the consequential merits of different decision procedures and distinctive incentive structures in the light of their broad consequences, but that does not, of course, entail that those broad consequences are necessarily best pursued through every agent invoking them in every decision problem.<sup>46</sup>

Ultimately, the case for any view of business responsibility has to be linked up with the consequences of behaviour based on that view. This brings the merits

of managerial maximization of profits back to 'the faint praise' — accepting its positive and important role in generating economic efficiency, but acknowledging its limitations as well. The alternative of giving it total support on the ground of fiduciary responsibility based on consequence-independent deontology raises too many unanswered questions. It is not easy to accept Krishna's and Eliot's uncompromising advice: 'And do not think of the fruit of action. / Fare forward'.

### 9. *Instrumental constraints for firms*

No matter how defective the criterion of profit maximization may be from the point of view of consequential analysis, it is of course unlikely that the behaviour of firms would not be, at least partly, based on profit maximization. One way of bringing in some of the other considerations that should sway decisions — when the market signals mislead — is to insist on a class of constraints that must be met. For example, fulfilling some environmental criteria may help to moderate profit maximization in the appropriate direction. Some of these constraints can be imposed through public regulations, and it is possible, in this way, to find some room for many of the considerations not capturable by the profit calculus.<sup>47</sup>

Influencing financial behaviour through regulations is not a new procedure.<sup>48</sup> However, the scope of effective regulation is often substantially limited by problems of enforceability, and this is where an important part could be played by self-regulating rules and behavioural ethics. For example, one of the problems faced these days by banks and financial institutions is the treatment of illegal profits deposited by shady firms or individuals, sometimes accompanied by proposals that would amount to 'laundering' those ill-gotten gains. In many cases, such operations would, in fact, be illegal, and if so the behavioural dilemma is reduced by the incentive of the big stick. But often there may be no illegality involved in such operations, and the possibility of getting away without any prosecution can be extremely good. The question may be asked as to how the ethics of these decisions facing the financial institutions should be assessed.

It might be argued that the illegality in question is something that was committed by the other firm or business, and dealing with their money in the same way as any other deposit is not in itself inappropriate. Furthermore, if the fiduciary responsibility to pursue profits is given priority by the financial institution, then collaboration might clearly be the right course of action.

That conclusion can be resisted on two quite different grounds, corresponding respectively to considera-

tions of 'intrinsic wickedness' and 'consequential badness'. First, participation in the use of the proceeds of illegal operations might well be considered to be wicked behaviour in itself, and this is where we come closest to the old-fashioned — but non-negligible — pressure of 'purist' deontology (similar to the non-consequentialist banning of usury). I don't have a great deal to say on this subject, though I see it as among the possibly relevant considerations.

Second, if duty is to be determined through consequential analysis, then the argument that somebody else did the illegality in question is not in itself decisive. It becomes, then, necessary to examine the consequence of the particular acts, and also the likely results of following *rules of behaviour* permitting such actions, and here the financial ethics comes straight into line with standard consequential analysis. Depending on the nature of the 'ill' in the ill-gotten gains, consequential analyses of the appropriate rules for treating such gains may be far from permissive.

Similar observations can be made about other problems of debatable financial behaviour. One particular question concerns the possibility of using political influences that may be exercised by the private sector, and which could alter public policy dealing with economic or monetary matters, or could sway the operative decisions of the public sector. This particular ethical

problem, that of using public policy for the pursuit of private gains was one of the issues that evidently disturbed the late Paolo Baffi.<sup>49</sup>

The problem is not, of course, a new one, and Adam Smith had extensive discussions of this issue in *The Wealth of Nations*.

To expect, indeed, that the freedom of trade should ever be entirely restored in Great Britain, is as absurd as to expect that an Oceana or Utopia should ever be established in it. Not only the prejudices of the publick, but what is much more unconquerable, the private interests of many individuals irresistibly oppose it. [...] The member of Parliament who supports every proposal for strengthening this monopoly [of manufacturers], is sure to acquire not only the reputation of understanding trade, but great popularity and influence with an order of men whose numbers and wealth render them of great importance. If he opposes them, on the contrary, and still more if he has authority enough to be able to thwart them, neither the most acknowledged probity, nor the highest rank, nor the greatest publick services can protect him from the most infamous abuse and detraction, from personal insults, nor sometimes from real danger, arising from the insolent outrage of furious and disappointed monopolists.<sup>50</sup>

The use of political influence cannot be easily defended by invoking the fiduciary responsibility to max-

imize profits *through every available instrument* (for reasons I have already discussed). Nor can it be generally fitted into consequentially justified behaviour. Indeed, the presumption of ill effects from such behaviour is based on its role in creating various distortions (including some that both Aristotle and Smith had discussed), e.g. by securing monopoly advantages.

In judging the consequential merits and demerits of such behaviour, and of the related behavioural constraints, the commonsense presumption of ill effects may well have much plausibility. One general point is particularly worth emphasizing in this context. The instrumental success of profit maximization in achieving efficiency and other good results (as outlined in general equilibrium theory, e.g. in 'the Fundamental Theorem') is thoroughly dependent on the fulfillment of an exacting set of conditions. For example, a competitive market requires that transactions must take place at *given prices* that the firms cannot influence. When business tactics in promoting profits takes the form of influencing prices, or reducing competition, and so on, little of the standard theory of market-based efficiency remains available to be invoked in support of no-nonsense profit maximization.



## 10. *Insider information and trading*

I turn, finally, to a brief examination of the vexed issue of the acceptability of making personal gains through 'insider trading'. Members of the managerial or administrative team of a firm are often in a much better position to make profits from market transactions related to the firm because of the 'insider information' they have. Large fortunes have frequently been amassed on the basis of trading according to such information, e.g. buying up shares of a firm just before they go up in price (because of, say, an impending take-over bid — known to insiders but not to others).

Insider trading has drawn moral disapproval and also, in some countries, is subject to explicit legal restrictions, for example in the UK and USA.<sup>51</sup> Regulations are now being introduced in Italy to the same direction. On the other hand, the situation is much less restrictive in, say, Japan or Switzerland. Making personal gains from 'insider information' — by abusing the confidence of others — is by no means attractive behaviour, and in an obvious sense, there is some 'wickedness' involved in this. But as we have discussed earlier on in this paper, the consequential badness of a practice has to be distinguished from its intrinsic unattractiveness. How do we go about assessing the consequential harm done by insider trading?

It is certainly true that the insider who benefits from the privileged information he or she happens to have has, in some sense, an unfair advantage over others who also buy and sell stocks. But, it has been argued (in particular by John Kay 1988) that insider trading does not really harm people other than 'market professionals'. If, for example, a stock is about to go up in price from 100 to 180, and the insider buys up some for, say, 120, just before this happens, he is, obviously, not harming the *continuing* holders of the stocks in any direct way. Nor is he harming those who *independently decide* to sell just as the insider is making his purchase. If anything, they can get a higher price (120) from the insider than they would have got otherwise (100).

That leaves the person who was not planning to sell but is *persuaded* to do so by the offer of the insider. Such a person unloads his stocks for the lesser price of 120, when he could have got 180 immediately after. Since such a person is likely to be a 'market professional' (buying and selling stocks), Kay's contention is that the entire exercise of preventing insider trading is aimed at safeguarding the interests of the market professionals and at giving them 'fair odds' against insiders armed with their privileged information. These rather narrow concerns are pursued at the cost of increasing the distance between those who finance industry and those who manage it, and this can be a seriously bad

consequence of *preventing* insider trading, argues Kay. Hence his opposition to the banning of insider trading.

The consequential focus of Kay's *defence* of insider trading fits in well with what has already been discussed in the earlier parts of the paper. In the absence of something like a Deuteronomic distinction focussing on the interests of one specific group, viz. the market professionals, this would seem like an oddly arbitrary objective, based on a rather narrow conception of group responsibility. It is reinforced only by a righteous dislike of 'greedy' insiders, with an implicit appeal for the penalty of 'the morally wicked'. However, the question that does arise is whether all the relevant consequences have, in fact, been counted.

King and Roell (1988) have pointed out that insider trading has other costs. First, the presence of asymmetric information tends to increase the 'bid-ask spreads' as market makers fear that they might be dealing with insiders. This cost acts like a tax on trading as such. Second, because of the possibility of gains based on insider information, a good deal of efforts and resources are expended on making such quick money. Since there is no obvious *social* benefit from these operations, there is a net social loss, corresponding to the costs incurred.

We can, in fact, supplement King and Roell's analysis by considering the possibility that an insider might

even influence the timing and articulation of the announcements made by the firm to enhance the opportunity of insiders to make quick gains. This too would involve social costs and thus a social loss. The consequential picture can also take into account the discouraging effect that insider trading may have on the confidence in the stock market, and this could quite possibly be an important ill-effect to be included in the consequential accounting, especially in a country in which the stock market is in need of further extension.

Adam Smith's concern about considerable social loss being generated by the private pursuit of quick profits can be particularly relevant here. There are also some similarities between inside traders and Aristotle's 'seekers of monopoly gains'. That Aristotelian issue is particularly important to bear in mind since the banning of 'insider trading' has the odd effect of keeping out precisely those who have *more* information, rather than less, and it might well be puzzling, at least at first sight, as to how the cause of efficiency could possibly be well served by keeping out precisely the well informed in favour of those with less information. One of the main sources of the problem lies in the monopoly of information that some of the operators (the 'inside' ones) have vis-à-vis the others, and the gains that are made through maintaining that monopoly advantage. Since the participation of 'the others' (including the

general public) is important for the success of business finance, the problem of informational asymmetry cannot be dealt with simply by 'weeding out' the others, through some process of natural selection. Further, the possibility that the 'insiders' can deliberately increase the gap between their own information and what outsiders know through their *own* actions, by manipulating the company's articulations and other moves, makes the prospects of distortion that much more serious.

These are, ultimately, the appropriate grounds for discouraging and regulating insider trading. Insider trading does cause moral indignation, but that, I have tried to argue, is not in itself a good basis for banning or regulating that practice. While, in some cases, moral indignation might well reflect an underlying reasoned criticism, that is not necessarily the case. Ultimately, the assessment of insider trading and other disputable practices must turn on careful consequential analysis of direct and indirect effects. There *is* a consequential case against insider trading, but the grounds for that must be clearly distinguished from our simple propensity to dislike profits based on privileged information, or to disapprove of personal gain from social trust.

## 11. *A concluding remark*

I have argued in this lecture that the central issue in financial ethics is the relationship between duties and consequences. The temptation to see finance in terms of its immediate appeal — or its proximate *unattractiveness* — is strong, and has influenced the assessment of financial ethics in the past, as it does at the present time. But the serious treatments of finance in the past have rightly resisted that simple route. This applies not only to such authors as Kautilya and Smith, but also to Aristotle's famous critique of usury (even though persistent misunderstandings of the nature of Aristotle's arguments have tended to hide that important fact). The issues that traditional consequential analyses of finance have tended to isolate remain relevant today.

Some issues of modern financial ethics were examined to illustrate the nature of the consequential concerns and the pitfalls of 'purist' deontology. For example, the pursuit of profit maximization as an overriding commitment (irrespective of its social consequences) is often defended, in contemporary arguments, on the simple ground of the 'fiduciary responsibility' to the shareholders. This approach remains deeply defective both because of the consequential harm that such behaviour may cause to the public at large (e.g. through environmental waste, or monopolistic distortions), and

also because of the need to consider duties to the others involved in the business. For a partial justification of profit maximization, we have to see the role that profits can play as incentives in generating economic efficiency, and that acknowledgment has to be supplemented by a firm recognition of the social losses and inequities to which it could, in many circumstances, also contribute.

Similarly, the choice of instruments which business firms could use in pursuit of their objectives (including financial profits) is another subject in which 'purist' deontology can be misleading. This has bearing on the relation between public policy and private interests, and also on developing rules and norms of behaviour to constrain the handling (e.g. 'laundering') of financial gains that may have been 'ill-gotten' elsewhere.

Another example concerns the behavioural constraints that may apply to managers and administrators who have 'inside' information. It is tempting to rule out so-called 'insider trading' simply on grounds of apparent 'wickedness' or alleged 'unfairness', but such criticisms remain foundationally weak. The more serious objections relate to the extensive social harm that may result from insider trading through increases in costs and distortions of incentives.

Careful assessment of consequences is central to financial ethics and cannot be replaced by appeals to con-

sequence-independent 'duties'. I have argued, giving particular illustrations, that rules and regulations as well as codes of conduct may be seriously misdirected by the attempt to base public decisions or private behaviour on the simple deontology of immediate concerns and obligations. In financial matters, no less than in other economic fields, the significant goes well beyond the proximate.



## NOTES

1 My greatest debt is to Tommaso Padoa-Schioppa for his helpful advice at every stage of the preparation of this Baffi Lecture. For many useful suggestions, I am also most grateful to Fabrizio Barca, Sissela Bok, Moshe Halbertal, John Kay, Mervyn King, Franco Modigliani, Emma Rothschild, Ignazio Visco, and Stefano Zamagni. I have also profited from the comments of Ignazio Angeloni, Chitruta Banerji, Giorgio Basevi, Robert Dorfman, Gianni Fodella, Eugenio Gaiotti, Charles Goodhart, Frank Hahn, Albert Hirschman, Eric Hobsbawm, Alexandre Lamfalussy, David Landes, Siro Lombardini, Mario Monti, and Luigi Spaventa.

2 The Governor's Concluding Remarks at the Ordinary General Meeting of Shareholders of the Bank of Italy on 31 May 1990. In Baffi's conception of duty, there was a firm commitment to economic and social advance, combined with much sympathy for the predicament of those unfavourably placed. For example, in writing about his visit to the London School of Economics in 1931, he not only talks about the lectures he heard, but also about 'the sight of the Welsh miners trampling in single file along the edge of the sidewalk singing mournful dirges and begging pennies, and of the laid-up ships and stilled cranes in the port' (Baffi [1985], p. 2).

3 I have presented arguments on this and related matters in Sen (1982, 1985a, 1987). See also Stefano Zamagni's 'Introduzione' to the Italian translation of Sen (1982).

4 Kindleberger (1984) notes that the involvement of people outside the mainstream is a more general phenomenon: 'In many societies

money-lenders belong to a different religion, and hence are not bound by the ethical standards of the community' (p. 41). For an interesting study of the clash of cultures involved in this case in European banking in Egypt, see Landes (1958).

5 It has also been argued that even the emergence of writing and the development of mathematics were closely linked with financial activities in the early history of the world. On this see Bernal (1954), Chapter 3.

6 The nature and relevance of this and related distinctions have been discussed in Smart and Williams (1973), Nagel (1979), Sen (1987), among others.

7 T.S. Eliot, *Four Quartets* (London, Faber & Faber, 1944), p. 31 ('The Dry Salvages').

8 There can indeed be a general conflict between (1) the intrinsically inappropriate nature of some acts, and (2) the improvement that those acts may in fact bring about in the state of affairs that has come to pass. In a more general context (not specifically related to finance), such conflicts have, in fact, been much discussed in modern deontological critiques of consequentialism in general. See, for example, Robert Nozick (1974), Bernard Williams (1973), Thomas Nagel (1980) and Derek Parfit (1984). None of them has, however, argued in favour of ignoring consequences altogether in assessing the rightness of acts, i.e. they have not taken the 'purist' deontological position (advocated by, say, Krishna and Eliot).

9 This applies even to many of the medieval scholastic — including Franciscan — treatments of usury. For example, St. Thomas Aquinas, William of Ockham, Nicholas of Oresme and others used extensive analyses of the practical consequences of usury (useful introductions to their reasonings can be found in Nelson [1949]

and Noonan [1957]). The Islamic assessment of usury was explicitly based on the bad effects of the practice, and that foundational concern has been revived in the modern interpretations of Islam, arguing in particular that the ban is not meant to apply to the charging of interest as such, but only to the taking of usurious interest — a subject of considerable importance to the legal framework of contemporary Islamic countries (on this, see Naqvi and Qadir [1986] and Ali Khan [1990]).

10 Kautilya, *Arthasāstra*, Book II, Chapter 11, section 174; in Shamastry's (1967) translation, p. 200.

11 *Arthasāstra*, Book I, Chapter 19, section 39; in Shamastry's (1967) translation, p. 39 (I have changed the words 'acquisitions present and to come' to 'present and future acquisitions').

12 For example, if the borrowing and lending are both in the form of food grains, rather than cash, then 'interest in grains in seasons of good harvest shall not exceed more than half when valued in money' (*Arthasāstra*, Book II, Chapter 11, section 174; in Shamastry's [1967] translation, p. 200).

13 See Nelson (1949), Noonan (1957), Barker (1959), and Langholm (1984).

14 Aristotle, *Politics*, Book I, 1258b; in Lord's (1984) translation, pp. 49-50. See also the freer translation presented by Langholm (1984), p. 56.

15 Marx (1867), Chapter V; in Moore's and Aveling's (1887) translation pp. 141-45. On the issues of 'value' involved in this assessment, see Dobb (1937).

16 See Noonan (1957), p. 47. The quoted sentence is from a discussion by St. Albert in the thirteenth century, but that remark is repeated again and again by a great many commentators.

17 On this see Langholm (1984), p. 61.

18 Bentham (1790), p. 100. Bentham goes into some eloquence on this subject: 'A consideration that did not happen to present itself to that great philosopher, but which had it happened to present itself, might not have been altogether unworthy of his notice, is, that though a *daric* would not beget another daric, any more than it would a ram, or an ewe, yet for a daric which a man borrowed, he might get a ram and a couple of ewes, and that the ewes, were the ram left with them a certain time, would probably not be barren' (p. 101). He goes on to say more on what he takes to be a stupid mistake of Aristotle.

19 *Politics*, Book I, Chapter 9 passage 1257b.10; in Lord's (1984) translation, p. 47.

20 On this see Hahn (1982, 1985).

21 *Politics*, Book I, Chapter 11, passage 1259; in Lord's (1984) translation, p. 51.

22 Nor did he think making money from trade and finance was a very good life to lead, even for the person who gets rich thus.

23 *Politics*, Book I, passage 1259a.20. Aristotle defends his position by citing the case of Thales of Miletus, who — despite being a philosopher — made money with ease, by establishing a monopoly on olive presses, correctly anticipating a bumper harvest of olives (passage 1259a.5-18; in Lord's [1984] translation, p. 51).

24 *Politics*, Book I, passage 1258a.30-5; in Lord's (1984) translation, p. 48.

25 Aristotle, *Nicomachean Ethics*, Book IV, Chapter 2, passage 1121; in Ross's (1980) translation, p. 85.

26 See Nelson (1949), pages xv-xvi, who also goes into interpretational issues.

27 On this see Maimonides, *The Code of Maimonides: The Book*

of *Civil Laws, Laws Concerning Creditor and Debtor*, Chapter VI:1; in Rabinowitz's (1949) translation, p. 88.

28 *The Code of Maimonides: The Book of Civil Laws, Laws Concerning Creditor and Debtor*, Chapter I:1; in Rabinowitz's (1949) translation, p. 78.

29 *The Code of Maimonides*, Book 13, Chapter V:2; in Rabinowitz's (1949) translation, p. 93, italics added.

30 See Nelson (1949), p. 14. Aquinas argued that the intention of the injunction was really to indicate that 'to take usury from any man is simply evil, because we ought to treat every man as our neighbour and brother, especially in the state of the Gospel, whereto all are called'. He went on, oddly enough, to contend that the special exemption to take usury from foreigners was granted to the Jews 'to avoid a greater evil, lest, to wit, through avarice, to which they were prone, according to Is. LVI:11, they should take usury from Jews, who were worshippers of God' (quoted in Nelson [1949], p. 14).

31 For some technical aspects of the consistency of consequentialism with agent-relative moralities, see Sen (1983, 1987). On different roles of loyalty, see Akerlof (1983, 1984).

32 Quoted in Tamari (1987), p. 182. *Torah Temimah* is an influential twentieth century commentary, by Rabbi B. Epstein.

33 On this see Sen (1987) and Rothschild (1991).

34 'In some countries the interest of money has been prohibited by law. But as something can every where be made by the use of money, something ought every where to be paid for the use of it. This regulation, instead of preventing, has been found from experience to increase the evil of usury; the debtor being obliged

to pay, not only for the use of the money, but for the risk which his creditor runs by accepting a compensation for that use' (Smith 1776, Volume I, Book II, Chapter 4, paragraph 13; in the edition of Campbell and Skinner (1976), p. 356.

35 Smith (1776), Volume I, Book II, Chapter 4, paragraphs 14-5; in the edition of Campbell and Skinner (1976), pp. 356-7. The term 'projector' is used by Smith not in the neutral sense of 'one who forms a project', but in the pejorative sense, apparently common from 1616 (according to *The Shorter Oxford English Dictionary*), meaning, among other things, 'a promoter of bubble companies; a speculator; a cheat'. Giorgio Basevi has drawn my attention to some interesting parallels between Smith's criticism and Jonathan Swift's unflattering portrayal of 'projectors' in *Gulliver's Travels*, published in 1726, half a century before *The Wealth of Nations*.

36 Bentham (1790), Letter XIII, *To Dr. Smith*.

37 Smith did not take much public notice of Bentham's criticism and in the subsequent editions of *The Wealth of Nations* he did not revise, in any way, the passage that Bentham had criticized. But he was good humoured about the critique and made favourable references to it — even to the extent that Bentham felt that he had indirect evidence that Smith's 'sentiments with respect to the points of difference are at present the same as mine' (on this see Smith [1776]; in the edition of Campbell and Skinner [1976], pp. 357-8, footnote 19, and Spiegel 1987, p. 770).

38 Smith (1776), Volume I, Book II, Chapter 3, paragraphs 25-6; in the edition of Campbell and Skinner (1976), pp. 340-1.

39 Juvenal (Decimus Junius Juvenalis), *Satires*, translated by Hubert Creekmore (1963), verse 14.204.

40 Keynes (1930).

41 On this see Debreu (1959) and Arrow and Hahn (1971). Koopmans (1957) presents a lucid introductory account.

42 On this see Sen (1987), Chapter 2.

43 Sen (1985b), p. 19.

44 Adam Smith, in his time, took a particularly critical view of the neglect of the interests of the workers in articulating demands and grievances: '... there is no order that suffers so cruelly from its [the productive society's] decline. [...] In the publick deliberations, therefore, his voice is little heard and less regarded, except upon some particular occasions, when his clamour is animated, set on, and supported by his employers, not for his, but their own particular purposes' (Smith [1776], Volume I, Book I, Chapter 11, paragraph 9; in the edition of Campbell and Skinner [1976], p. 266).

45 On this and associated matters concerning Japan's experience and its interpretations, see Morishima (1982), Dore (1987), Aoki (1989). I have tried to discuss some related issues in economic theory in Sen (1982, 1987). See also Akerlof (1983, 1984). The 'large family' view may well have exploitative effects on some groups vis-à-vis others, but that is a further issue that does not affect the efficiency disadvantages of the divisive view.

46 I have tried to discuss this and some related issues in Sen (1985b, 1987).

47 One of the interesting recent developments in the world of business behaviour is the support that some private firms seem to give to stiff anti-pollution laws. Indeed, as *The Economist* points out, when a substantial private firm decides to become 'ecofriendly' ('for public relations, staff morale and other reasons'), they 'are not willing to put themselves at a disadvantage by allowing their competitors to get away with environmental scruffiness' ('Pro-

secuting Polluters: Dishing the Dirt', *The Economist*, 9-15 February, 1991, pp. 70-1). The general case for appropriate regulations as a supplement to private profit motive seen from the enlightened perspective of private enterprise itself has been well presented by Fumagalli (1990).

48 While I have not taken up, in this lecture, the problem of macro financial management, regulations may be related also to the demands of such management. For example, the rate of interest does have a major influence on the operation of the economy, and could be an important instrumental variable in employment policy and in fostering economic growth (on this see J. Robinson [1952]). In practice the level of interest rates is fairly extensively controlled by the policies of the central bank in most countries in the world, and that control is based on regulations as well as other channels of influence. In the present context, however, I am concerned with regulations relating to the acceptability of individual financial behaviour, rather than with the demands of macro management.

49 Baffi's call for a 'moral regeneration' had much to do with his reading of contemporary affairs in Italy in this respect. What may be thought of as 'the message of Baffi' is closely related to this concern.

50 Smith (1776), Volume I, Book IV, Chapter 2, paragraph 43; in the edition of Campbell and Skinner (1976), p. 471. See also Book I, Chapter 11.

51 In Britain the simplest kinds of 'insider dealings' are prohibited through 'the Core Rules' enunciated by the Securities and Investment Board. See SIB, *Principles and Core Rules for the Conduct of Investment Business* (London, 1991).



## REFERENCES

- AKERLOF, G. (1983). 'Loyalty Filters', *American Economic Review*, 1973.
- AKERLOF, G. (1984). *An Economic Theorist's Book of Tales*. Cambridge, Cambridge University Press.
- ALI KHAN, M. (1990). *Distributive Justice and Need Fulfillment in an Islamic Economy: A Review*, mimeographed. Baltimore, MD., Johns Hopkins University.
- AOKI, M. (1989). *Information Incentive and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- ARISTOTLE. *The Nicomachean Ethics*. Translated from Greek by W.D. Ross (World's Classics Series). Oxford, Oxford University Press, 1980.
- ARISTOTLE. *The Politics*. Translated from Greek by C. Lord. Chicago, Chicago University Press, 1984.
- ARROW, K.J. and HAHN, F.H. (1971). *General Competitive Analysis*. San Francisco, Holden-Day. Republished: Amsterdam, North-Holland, 1979.
- BAFFI, P. (1985). 'The Bank of Italy and Foreign Economists 1944-53: A Personal Memoir', *Rivista di Storia Economica*: International Issue, 2.
- BARKER, E. (1959). *The Political Thought of Plato and Aristotle*. New York, Dover.

- BENTHAM, J. (1789). *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*. London, T. Payne. Republished: Oxford, Blackwell, 1948.
- BENTHAM, J. (1790). *Defense of Usury; Shewing the Impolicy of the Present Legal Restraints on the Terms of Pecuniary Bargains. In a Series of Letters to a Friend. To Which Is Added, a Letter to Adam Smith, Esq; LL.D.<sup>2</sup>*. London, T. Payne.
- BERNAL, J.D. (1954). *Science in History*. Harmondsworth, Penguin, Vol. 1.
- CLARK, R. (1986). *Corporate Law*. Boston, Little, Brown.
- DEBREU, G. (1959). *Theory of Value*. New York, Wiley.
- DOBB, M.H. (1937). 'The Requirements of a Theory of Value', in his *Political Economy and Capitalism*. London, Routledge.
- DORE, R. (1987). *Taking Japan Seriously: A Confucian Perspective on Leading Economic Issues*. Stanford, Stanford University Press.
- ELIOT, T. S. (1944). *The Four Quartets*. London, Faber & Faber.
- FUMAGALLI, A. (1990). 'State and Market: What Rules?', Presidential Address to the Young Entrepreneurs. Capri, September 21-22.
- HAHN, F.H. (1982). *Money and Inflation*. Oxford, Blackwell.
- HAHN, F.H. (1985). *Money, Growth and Stability*. Cambridge, MA., MIT Press.

- JUVENALIS, D. J. *Satirae*. A New Translation with the Introduction of Hubert Creekmore. New York, New American Library, 1963.
- KANT, I. (1788). *Kritik der Praktischen Vernunft*. English translation by T.K. Abbott: *Kant's Critic of Practical Reason*. London, Longmans, 1909.
- KAUTILYA. *Kautilya's Arthasāstra*. Translated by Dr. R. Shamasastri. Mysore (India), Mysore Printing and Publishing House, 1967.
- KAY, J. (1988). 'Discussion', *Economic Policy*, April.
- KEYNES, J.M. (1930). *A Treatise on Money*. London, Mac-Millan.
- KINDLEBERGER, C.P. (1984). *A Financial History of Western Europe*. London, Allen & Unwin.
- KING, M. and ROELL, A. (1988). 'Insider Trading', *Economic Policy*, April.
- KOOPMANS, T.C. (1957). *Three Essays on the State of Economic Science*. New York, McGraw-Hill.
- LANDES, D.S. (1958). *Bankers and Pashas*. Cambridge, MA., Harvard University Press.
- LANGHOLM, O. (1984). *The Aristotelian Analysis of Usury*. Bergen, Universitetsforlaget As.
- MAIMONIDES, M. *Code of Maimonides*. Book 13. *Book of Civil Laws*. Translated from the Hebrew by J.J. Rabinowitz. New Haven, Yale University Press, 1949.

- MARX, K. (1867). *Das Kapital*. I. Band. English translation by S. Moore and E. Aveling. London, Sonnenschein, 1887.
- MORISHIMA, M. (1982). *Why Has Japan 'Succeeded'?: Western Technology and Japanese Ethos*. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAGEL, T. (1979). *Mortal Questions*. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAGEL, T. (1980). 'The Limits of Objectivity', in S. McMurrin, ed., *Tanner Lectures on Human Values*. Vol. I. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAQVI, S.N.H. and QADIR, A. (1986). *A Model of a Dynamic Islamic Economy and the Institution of Interest*. Islamabad, Pakistan Institute of Development Economics.
- NELSON, B.N. (1949). *The Idea of Usury, from Tribal Brotherhood to Universal Otherhood*. Princeton, Princeton University Press.
- NOONAN, J.T. Jr. (1957). *Scholastic Analysis of Usury*. Cambridge, MA., Harvard University Press.
- NOZICK, R. (1974). *Anarchy, State and Utopia*. New York, Basic Books.
- PARFIT, D. (1984). *Reasons and Persons*. Oxford, Oxford University Press.
- ROBINSON, J. (1952). *The Rate of Interest and Other Essays*. London, MacMillan.
- ROTHSCHILD, E. (1991). 'Adam Smith and Conservative Economics', forthcoming *The Economic History Review*.

- SEN, A.K. (1982). *Choice, Welfare and Measurement*. Oxford, Blackwell.
- SEN, A.K. (1983). 'Evaluator Relativity and Consequential Evaluation', *Philosophy and Public Affairs*, 12.
- SEN, A.K. (1985a). 'Well-being, Agency and Freedom: The Dewey Lectures 1984', *Journal of Philosophy*, 83.
- SEN, A.K. (1985b). 'The Moral Standing of the Market', *Social Philosophy and Policy*, 2.
- SEN, A.K. (1987). *On Ethics and Economics*. Oxford, Blackwell.
- SMART, J.J.C. and WILLIAMS, B.A.O. (1973). *Utilitarianism: For and Against*. Cambridge, Cambridge University Press.
- SMITH, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*<sup>3</sup>. Glasgow Edition of Works and Correspondence of Adam Smith, general editors R.H. Campbell and A.S. Skinner, Vol. 1. Oxford, Clarendon Press, 1976.
- SPIEGEL, H.W. (1987). 'Usury', in J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman, eds., *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Vol. 4. London, MacMillan.
- TAMARI, M. (1987). *With All Your Possessions: Jewish Ethics and Economic Life*. New York, Free Press.
- WILLIAMS, B.A.O. (1973). 'A Critique of Utilitarianism', in Smart and Williams (1973).

DENARO E VALORE:  
ETICA ED ECONOMIA DELLA FINANZA

ARGOMENTO

Introduzione

1. *Doveri e conseguenze dell'agire*
2. *Una singolare contrapposizione?*
3. *Deontologia, consequenzialismo e usura*
4. *L'Arthaśāstra di Kautilya*
5. *La Politica e l'Etica di Aristotele*
6. *L'analisi del Deuteronomio*
7. *Adam Smith, l'interventista*
8. *Il profitto e la responsabilità dei dirigenti d'impresa*
9. *I vincoli all'uso dei mezzi nelle scelte d'impresa*
10. *Informazioni riservate e insider trading*
11. *Osservazioni conclusive*

DENARO E VALORE:  
ETICA ED ECONOMIA DELLA FINANZA<sup>1</sup>

INTRODUZIONE

SONO profondamente onorato e considero un privilegio di avere l'opportunità di tenere la prima Lezione Baffi presso la Banca d'Italia. Paolo Baffi non è stato solo un banchiere di grande prestigio e un profondo conoscitore dei problemi finanziari, è stato anche un economista di alto livello, un pensatore capace di guardare con lungimiranza alle questioni sociali. Era dotato di eccezionale competenza tecnica in molti settori e riuniva in sé la forza dell'intelligenza e un profondo spirito etico. Come il Governatore Ciampi ha ricordato all'assemblea annuale della Banca d'Italia nel maggio del 1990, egli rappresentava una 'straordinaria combinazione di logica penetrante, cultura, forza morale'; 'non era solo uno studioso acuto di cose economiche: in Lui era vivo l'impegno di servire, con l'azione, il bene comune'.<sup>2</sup> Nel ricordare Baffi, oggi, dobbiamo avere presenti tanto il suo contributo intellettuale quanto la sua viva attenzione ai principi etici e ai valori.

## 1. Doveri e conseguenze dell'agire

La riflessione etica su ciò che si deve, o non si deve fare spesso comporta nozioni diverse del dovere.<sup>3</sup> Ciò vale anche per l'etica della finanza. Le idee correnti del dovere sono di frequente fondate sulla dissociazione del dovere che dobbiamo compiere (chiamato anche 'obbligo deontologico') dalle conseguenze che ne derivano. Nell'etica formale, non meno che nel comune senso morale, non sono mancate le teorie che suggeriscono di valutare il dovere in termini indipendenti dalle conseguenze. In altra sede ho cercato di dimostrare che tale dissociazione è un errore; questa incoerenza rende più difficile rispondere alle esigenze attuali della disciplina della riflessione etica. Nella materia oggi in discussione, l'etica e l'economia della finanza, i nessi potrebbero rivelarsi particolarmente significativi. L'intreccio tra *dovere* e *conseguenze* è, in effetti, di grandissimo rilievo nell'etica della finanza e dovremo soffermarci ad analizzare i nessi che ne emergono.

Da millenni l'attività finanziaria è materia di prescrizioni etiche, vagliate e dibattute. Discuterò, in primo luogo, alcuni aspetti delle analisi classiche in tema di etica ed economia della finanza, da Kautilya e Aristotele nel IV secolo a.C. fino ad Adam Smith nel XVIII secolo. Argomenterò che da queste analisi emergono principi generali e temi di discussione tuttora rilevanti,



e molto, per i problemi attuali attinenti all'organizzazione dell'attività finanziaria: principi e temi di discussione che ci aiutano ad affrontare i problemi contemporanei. Per illustrare questo punto, fermerò l'attenzione sull'intreccio di alcuni problemi etici, che toccano il mondo della finanza e degli affari: problemi che ruotano attorno agli obblighi degli operatori finanziari, siano essi dirigenti d'azienda o altre figure di amministratori di istituzioni finanziarie e di imprese.

La prima questione aperta riguarda gli *obiettivi* che l'impresa deve perseguire, e in particolare il ruolo da attribuire alla massimizzazione dei profitti. La priorità assegnata al profitto può essere sostenuta da due punti di vista distinti, e molto diversi: perché conduce a un ottimo sociale, ovvero perché la responsabilità fiduciaria nei confronti degli azionisti impone l'obbligo della massimizzazione dei profitti per conto degli azionisti stessi. Anche il nesso logico tra le due argomentazioni è di notevole interesse.

Una seconda questione aperta concerne i *vincoli sugli strumenti*, quei vincoli che dovrebbero limitare i mezzi usati dall'impresa nel perseguire i fini prescelti (quale, ad esempio, la massimizzazione dei profitti). Nell'attività finanziaria e nella pratica degli affari alcuni atti possono essere esclusi perché inammissibili, benché potenzialmente idonei a promuovere il raggiungimento dei fini prescelti. Un esempio: è lecito perseguire l'obiettivo della

massimizzazione del profitto utilizzando quale strumento la pressione sull'intervento pubblico per sfruttarlo a tal fine? Oppure, per considerare un altro problema, debbono esservi vincoli all'impiego di capitali di origine illecita, o al 'riciclaggio' di denaro sporco, anche quando l'istituzione finanziaria non sia direttamente coinvolta in attività di per sé illecite?

La terza questione aperta riguarda i *vincoli di comportamento* che debbono limitare, in modo appropriato, la corsa al guadagno privato da parte dei singoli operatori finanziari. La caccia al guadagno personale del singolo operatore finanziario potrebbe entrare in conflitto con gli interessi degli azionisti, o con quelli dell'intera comunità. Come accertare la *legittimità* dei tanti tipi di interessi personali presenti all'interno di un'impresa nel mondo degli affari? Il grosso problema dell'*insider trading* è un tema interessante, e di grande importanza, da esaminare in questo contesto.

È facile accorgersi che questi temi di riflessione toccano problemi al centro dell'attenzione negli anni recenti. Non pochi di essi sono stati oggetto di animati dibattiti, che varrà la pena esaminare.

## 2. Una singolare contrapposizione?

Occupiamoci ora degli approcci classici all'etica della finanza. Vorrei cominciare attirando l'attenzione su una

singolare contrapposizione, la dissonanza tra la cattiva fama di cui gode la pratica dell'attività finanziaria e il ruolo sociale altamente positivo che indubbiamente essa assolve. Polonio mette in guardia il figlio: ' Non indebitarti e non prestar soldi '. È un consiglio motivato dalla prudenza, forse, più che dalla ripulsa morale, ma certo il mestiere del prestare denaro è stato censurato per migliaia di anni. Una censura senza mezzi termini. Gesù scacciò i mercanti di denaro dal tempio; la diffida dei profeti e le regole di condotta ebraiche proibivano l'interesse sui prestiti; l'Islam vietò l'usura a termini di legge.

Anche i pensatori laici per lo più non hanno guardato con favore al procacciarsi da vivere con gli interessi. Solone cancellò la maggior parte dei debiti e vietò del tutto molte forme di credito nelle sue leggi, emulate per questo aspetto da Giulio Cesare cinque secoli dopo. Aristotele osservò che l'interesse costituisce un'innaturale e ingiustificata riproduzione di denaro dal denaro. La sua critica influenzò gli studiosi e i teorici dell'etica per molti secoli. Cicerone ricorda che Catone il Censore, interrogato su ciò che pensasse dell'usura, rispose domandando a sua volta all'interlocutore cosa pensasse dell'omicidio.

L'accettabilità sociale di quanti si fossero arricchiti prestando denaro è stata seriamente controversa fino a epoca molto recente. In Gran Bretagna, in particolare,

gli inglesi appartenenti ai ceti sociali elevati evitavano generalmente di esercitare l'attività bancaria, delegando tale attività agli stranieri e agli ebrei. Ancora oggi, il sito della Banca di Inghilterra in Lombard Street testimonia il ruolo decisivo degli stranieri nella finanza inglese fino a tempi molto recenti.<sup>4</sup> Il ritratto di Shylock tracciato da Shakespeare pone bene in luce, per l'Inghilterra elisabettiana, taluni tratti dell'atteggiamento socialmente condiviso nei confronti dei finanzieri.

Potrei aggiungere altri esempi, ma credo che il punto sia sufficientemente chiaro. La finanza è stata nel passato sottoposta a ripetute critiche di ordine morale. Eppure è ben noto che essa svolge un ruolo importante per la prosperità e il benessere delle nazioni. Se il mondo avesse seguito il consiglio di Polonio, non avremmo raggiunto l'abbondanza di cui oggi godiamo. Il ruolo creativo della finanza è stato una leva potente anche per la cultura e per la scienza. Storicamente, non solo la Rivoluzione industriale, ma anche il Rinascimento sarebbero stati forse impossibili senza la mano soccorrevole della finanza.<sup>5</sup>

Il primo interrogativo, perciò, è semplicemente questo: come è possibile che una attività tanto utile sia stata giudicata così dubbia sotto il profilo etico?

### 3. *Deontologia, consequenzialismo e usura*

Nell'etica moderna, è di uso frequente la distinzione tra correnti 'deontologiche' e correnti 'consequenzialiste'. Le correnti 'deontologiche' attribuiscono un ruolo fondante, e dominante, al concetto di dovere. Le correnti 'consequenzialiste', all'opposto, deducono il dovere e gli atti conformi al giusto sul fondamento delle relative conseguenze. Il loro punto di partenza sta nell'interrogarsi sui nostri obiettivi, su ciò che rende un risultato buono, e via dicendo; procedono successivamente a dedurre i nostri doveri dalla valutazione delle conseguenze dell'agire, alla luce degli obiettivi.<sup>6</sup>

La deontologia ha molte varianti, talune più attente di altre alle conseguenze dell'agire. Nell'approccio deontologico più aperto, quale quello proposto da filosofi come Immanuel Kant (1788), l'idea di dovere non è scissa dalle conseguenze delle azioni richieste per compierlo e ampio spazio è dedicato a esaminare la natura di tali conseguenze. All'opposto, il divario tra le due impostazioni risulta particolarmente accentuato quando, come accade nei costrutti deontologici 'puri', si nega ogni rilevanza alle conseguenze degli atti. Nel *Bhagavadgita*, ad esempio, Krishna raccomanda all'eroe, il sensibile Arjuna, di compiere il proprio dovere combattendo per la giusta causa, contro la tesi di Arjuna che non possa essere bene combattere una guerra, sia pure giu-

sta, che causerebbe immani sofferenze ad amici e nemici. La visione del dovere che Krishna applica è esplicitamente contraria al consequenzialismo. Lo sintetizza con evidente simpatia T.S. Eliot, nei cui versi la posizione di Krishna prende la forma dell'ammonimento: 'E non pensate al frutto dell'azione. Andate avanti'. Eliot conclude: 'Non buon viaggio, ma avanti, viaggiatori'.<sup>7</sup>

L'attività di un usuraio che sovraccarica i suoi debitori di interessi appare, sotto un certo punto di vista, come una violazione dell'obbligo a essere umani con gli altri. Nessun approccio umano al problema, sia esso consequenzialista o deontologico, può fare a meno di tener conto in qualche misura, tra le altre, anche di questa conseguenza. In taluni costrutti deontologici 'puri' tale riconoscimento potrebbe essere considerato fondamento sufficiente alla condanna morale o legale dell'usura. La condanna varrebbe anche qualora si appurasse che per i debitori il corso degli eventi sarebbe *anche peggiore* in assenza di prestiti usurari.<sup>8</sup>

Pertanto, in uno schema analitico di deontologia 'pura' (che escluda cioè ogni considerazione delle conseguenze dell'agire) non si avrebbe conflitto tra la condanna del prestito a interesse e la simultanea constatazione del fatto che l'atto del prestare produce molti effetti positivi, quali quelli di agevolare i commerci e promuovere l'occupazione e il reddito. La dissonanza è

palese ed emerge in piena evidenza, quando si giudica la moralità della condotta senza tener conto delle conseguenze dell'agire.

Ma le analisi classiche dell'etica della finanza non sempre sono state condotte entro schemi di deontologia 'pura'. In realtà, le censure più autorevoli della finanza e dell'usura sono venute da autori che ne avevano attentamente valutato le conseguenze sciagurate nelle condizioni prese in esame.<sup>9</sup> Come si è detto, la considerazione delle conseguenze è coerente con l'impostazione deontologica più aperta, così come con un'analisi pienamente consequenziale.

Passerò ora a esaminare quattro notevoli riflessioni critiche sull'usura e sulla finanza: quella di Kautilya, quella di Aristotele, quella degli interpreti del Deuteronomio biblico, e infine quella di Adam Smith.

#### 4. *L'Arthasāstra di Kautilya*

Kautilya, vissuto in India sul finire del IV secolo a.C. (e pertanto contemporaneo di Aristotele), scrisse un celebre trattato sull'arte del governare, sulla politica economica e sulla strategia politica. Il titolo del trattato, *Arthasāstra*, tradotto dal sanscrito potrebbe rendersi con l'espressione 'istruzioni sulla prosperità materiale' o, più semplicemente, 'economia politica'. Kautilya non avanzò critiche intrinseche alla pratica dell'interesse sui pre-

stiti, né suggerì che vi fosse per alcuno l'obbligo morale di concedere prestiti senza interesse. Egli mosse dall'assunto che il 'benessere del regno dipende' dalla 'natura delle transazioni tra creditori e debitori'; in questa prospettiva sentì il bisogno di sottoporre a 'esame' l'attività finanziaria.<sup>10</sup>

L'impostazione di Kautilya nel trattare dell'attività finanziaria, e così quella seguita nel discutere di altre attività, è incentrata sulle conseguenze degli atti e delle norme. La definizione delle azioni giuste e degli obblighi dipende dalle loro conseguenze. Al sovrano, ad esempio, investito, *inter alia*, della funzione di giudice nelle dispute sull'attività finanziaria, si richiede di assumere quale finalità prioritaria 'la felicità dei propri sudditi' e di 'essere attivo nell'assolvere i propri compiti'. 'Se manca un comportamento attivo, ogni acquisto presente o futuro andrà perduto; operando attivamente, egli potrà raggiungere i fini desiderati e al contempo procurare l'abbondanza della ricchezza'.<sup>11</sup>

Kautilya desiderava che lo Stato indagasse a fondo le transazioni finanziarie per arrivare a fissare tassi di interesse massimi e per punire i prestatori di denaro che addebitassero tassi superiori al massimo stabilito. I tassi massimi dovevano essere fissati seguendo un insieme di criteri che tenevano conto della destinazione dei crediti e dei rispettivi oneri. Così, i tassi suggeriti da Kautilya erano molto contenuti se relativi a prestiti concessi per



le abituali necessità delle famiglie, un poco più alti se riferiti ai crediti commerciali, e molto superiori se applicati al finanziamento di attività molto rischiose come il commercio marittimo. Si doveva inoltre prender nota delle variazioni di prezzo delle merci nel corso del tempo, almeno in misura approssimata.<sup>12</sup>

L'*Arthasāstra* di Kautilya, oltre a dimostrare che non tutte le riflessioni sulla finanza del pensiero antico furono ostili al pagamento di interessi, indica ancora che non è necessario considerare l'addebito di interessi come male in sé, né catalogare l'attività finanziaria come attività inferiore, per concludere con la raccomandazione che il pagamento degli interessi sia regolamentato da leggi volte al raggiungimento di finalità normative. La questione degli effetti negativi va ben distinta dal giudizio di intrinseca iniquità. Questo punto di vista complessivo, come vedremo più oltre, è sviluppato e applicato con grande efficacia da Adam Smith e la semplice distinzione appena evidenziata rimane pienamente rilevante ancora oggi.

##### 5. *La Politica e l'Etica di Aristotele*

Esaminerò ora gli scritti di Aristotele. Come già ricordato, la condanna aristotelica dell'usura esercitò un influsso straordinario sul pensiero europeo per oltre due millenni. Essa fu particolarmente autorevole nel plasmare

il pensiero della scolastica medioevale, le opere di Sant'Alberto Magno, San Tommaso d'Aquino, Giovanni d'Andrea, Giovanni Buridano, Nicola d'Oresme e molti altri, e ancora la scuola francescana con i suoi commentatori, come Alessandro Bonini (detto anche Alessandro di Alessandria), Guglielmo di Occam, Giovanni Olivi, e altri.<sup>13</sup>

È importante sottolineare quanto sia articolata la trattazione aristotelica della finanza e dell'usura. Aristotele discute congiuntamente diversi temi tra loro collegati; essi comprendono: la distinzione tra il fare profitti con l'attività di produzione (a prezzi costanti) e il fare profitti con operazioni di arbitraggio (a quantità costanti); il minor grado di abilità necessario per lucrare guadagni nell'attività finanziaria a fronte delle conoscenze richieste nella produzione di merci; gli effetti iniqui dell'accanita ricerca del profitto nel generare monopoli e diseguaglianze; la difficoltà nell'attribuire un ruolo effettivamente produttivo alla moneta in un'economia che può essere spiegata in termini reali (produzione, distribuzione e scambio). (*Politica*, Libro I, capp. 9-11).

Ritengo che il nucleo centrale dell'attacco di Aristotele all'usura sia stato profondamente frainteso nei secoli di commenti che seguirono. Dai capitoli che trattano dell'usura (Libro I, capp. 9-11) è stato ritagliato mille volte il passo che segue, presentato come *la* motivazione

aristotelica per negare legittimità all'interesse a all'attività finanziaria in genere:

‘ Perché [il denaro] fu introdotto in vista dello scambio, mentre l'interesse (τόκος) lo fa crescere sempre di più (e di qui ha pure tratto il nome: in realtà gli esseri generati sono simili ai genitori e l'interesse è moneta da moneta): sicché questa è tra le forme di guadagno la più contraria a natura ’.<sup>14</sup>

La parola greca τόκος significa sia usura sia figlio, e l'intero passo assomiglia a un gioco di parole. Un'asserzione più seria è, però, contenuta in questo passo e in quelli immediatamente successivi, una tesi che Karl Marx riprende e sviluppa nel primo libro de *Il capitale*: che sia innaturale ottenere un guadagno dal *prestare* denaro, perché il prestare denaro non è di per sé un'attività creativa, anche se attività creative possono essere svolte utilizzando le risorse acquistate *con* il denaro.<sup>15</sup> Ma non è questa sottile distinzione, bensì la tesi semplificata — ‘ l'usura è un innaturale figliare denaro dal denaro ’ — che è stata tante e tante volte ripetuta nelle analisi dell'usura che si presumevano aristoteliche.<sup>16</sup>

Proprio la versione semplificata della critica aristotelica è stata oggetto di attacchi da parte di vari autori che intendevano difendere l'attività finanziaria, da Gerardo da Siena<sup>17</sup> nel XIV secolo (un monaco agostiniano, ma influenzato dalla scuola francescana) fino a

Jeremy Bentham nel XVIII, che produsse una celebre razionalizzazione della finanza, basata su argomentazioni consequenzialiste, nel suo efficacissimo pamphlet *Difesa dell'usura* (1790). Bentham ridicolizzava Aristotele per la (presunta) grande importanza attribuita alla sterilità del denaro, ipotizzando che Aristotele avesse cercato di scoprire organi genitali nelle monete senza riuscire a trovarli. 'Non riuscì mai a trovare in nessun pezzo di moneta organi per la generazione di altri pezzi simili. Imbaldanzito da un *corpus* di prove negative così solido, osò infine introdurre nel vasto mondo i risultati delle sue osservazioni, e ciò nella forma di una asserzione universale: *che tutto il denaro è per sua natura sterile*'.<sup>18</sup>

La tesi aristotelica circa la natura improduttiva del prestare denaro non ha nulla a che fare con la sterilità delle monete metalliche. Nella trattazione che include il breve passo tanto citato, Aristotele pone a confronto i profitti ottenuti nello scambio grazie a variazioni di prezzo nel tempo o nello spazio (e in particolare anche grazie al prestare denaro per ritornarne in possesso in seguito) e gli incrementi delle quantità prodotte ottenuti grazie alla gestione della economia domestica e alla creazione di beni, come avviene ad esempio nella tessitura. (*Politica*, Libro I, cap. 1, 1258b).

Aristotele nega legittimità al reddito guadagnato sfruttando le variazioni di prezzo e questo giudizio negativo può essere condiviso o criticato. Si potrebbe

altresì argomentare che le attività creditizie e commerciali sono, in effetti, servizi che debbono essere contabilizzati. Non è, tuttavia, difficile cogliere il senso della distinzione aristotelica e rendersi conto che la fecondità delle monete metalliche *non* è il problema in questione.

Né vi è difficoltà a comprendere la preoccupazione di Aristotele che in un modello di produzione, distribuzione e scambio di merci non sia facile trovare spazio per una qualche funzione fondamentale della moneta, che appare — per usare le parole dello stesso Aristotele — ‘un non senso, una semplice convenzione legale, senz’alcun fondamento in natura’.<sup>19</sup> Non è certo questa l’occasione per affrontare il tema, che investe i fondamenti della modellistica economica. Trovare spazio per la moneta in un modello espresso ‘in termini reali’ resta una sfida aperta per la teoria economica contemporanea.<sup>20</sup>

La legittimità dei guadagni ottenuti dall’attività finanziaria può essere difesa segnalandone gli effetti virtuosi. Per criticare Aristotele questa è la strada naturale da imboccare, argomentando che la contabilità delle conseguenze dell’attività finanziaria tracciata da Aristotele è in verità molto debole. Nel capitolo che segue il brano tanto citato sulla natura dell’interesse, come ‘denaro nato dal denaro’, Aristotele si addentra nell’esame dell’aspetto pratico dell’attività finanziaria, aprendo il capitolo con la seguente osservazione: ‘Ora che abbiamo

fatto precisazioni sufficienti da un punto di vista scientifico, bisogna discutere quel che riguarda la pratica'.

Prosegue poi indicando alcune conseguenze negative, che discendono dalla caccia ai profitti finanziari: tra queste, in particolare, la costruzione di posizioni di monopolio per garantirsi ulteriori guadagni. Scrive Aristotele: 'In Sicilia un tale, avendo in deposito presso di sé dei quattrini, acquistò tutto il ferro dalle ferriere: in seguito, quando vennero i mercanti dai diversi mercati, egli solo poteva vendere, senza troppo eccedere nel prezzo, e, tuttavia, con una spesa di cinquanta talenti ne guadagnò cento'.<sup>21</sup>

La vera preoccupazione di Aristotele è chiara: alcune attività creditizie o altre attività d'affari potrebbero produrre scarsi guadagni di benessere sociale, o addirittura causare notevoli perdite, pur generando lautissimi profitti privati.<sup>22</sup> Aristotele nega che l'esercizio dell'attività finanziaria richieda un talento fuori del comune: '... si tratta di un espediente della crematistica che può avere applicazione universale, se uno riesce a procurarsi un monopolio'.<sup>23</sup>

Un ulteriore aspetto della critica aristotelica alla finanza e al commercio verte sulla disuguaglianza, che ne risulterebbe accresciuta: 'Sicché da questo punto di vista appare necessario che ci sia un limite a ogni ricchezza, mentre vediamo che nella realtà avviene il contrario: infatti tutti quelli che esercitano la crematistica accre-

scono illimitatamente il denaro '.<sup>24</sup>

Nell'*Etica Nicomachea* Aristotele si preoccupa dello sfruttamento associato per tanti aspetti alla pratica dell'usura:

'Altri invece eccedono nel prendere da ogni luogo e ogni cosa, ad esempio quelli che si danno a mestieri indecorosi, i ruffiani e tutte le persone di tal sorta, e gli usurai che, dando poco, esigono molto. Tutti costoro infatti prendono donde non si deve e quanto non si deve '.<sup>25</sup>

Qui come altrove, Aristotele invita a riflettere sulle motivazioni che suggeriscono di includere vincoli di comportamento nel delimitare le attività lecite nella finanza e negli affari.

La valutazione contemporanea della finanza non dovrà certo fare riferimento unicamente all'analisi etica aristotelica; neppure dovrà tralasciare, però, le preoccupazioni espresse da Aristotele circa la legittimità morale del facile arricchimento, i danni prodotti dalla ricerca di guadagni di monopolio, l'aumento della disuguaglianza, lo sfruttamento della posizione di debolezza dei più bisognosi.

## 6. *L'analisi del Deuteronomio*

Nella religione ebraica, il basilare divieto dell'usura risale al *Deuteronomio*, quinto e ultimo libro del *Pen-*

tateuco nell'Antico Testamento. La tradizione l'attribuisce a Mosè. I relativi precetti hanno la forma di una ingiunzione perentoria: 'Tu non presterai a usura (*neshekh*) a tuo fratello (*l'achikha*)' (xxiii: 20), ma 'A uno straniero (*nokhri*) tu puoi prestare a usura' (xxiii: 21).<sup>26</sup> Poiché nella interpretazione ebraica comune<sup>27</sup> il prestito a interesse in ogni sua forma equivale all'usura, il divieto dell'usura tra ebrei è stretto e severo. Tale divieto è reso più rigido dall'obbligo di sostenere i membri più poveri della comunità, che impone il dovere di aiutare gli altri membri della comunità in condizione di bisogno prestando denaro senza interesse.<sup>28</sup>

La concezione del dovere implicita in questi precetti ha evidentemente radici tribali; non è difficile osservare che i codici sono formulati in modo da avvantaggiare gli altri membri della tribù. L'interpretazione delle norme (si veda, ad esempio, la *Mishneh Torah*) si è volta ad applicare il ragionamento sotteso, di impostazione consequenziale, per tracciare una linea di demarcazione tra il pagamento di interessi da un lato e attività lecite, quali l'affitto, la compartecipazione ai profitti, le variazioni dei prezzi nel tempo, dall'altro.

Ad esempio, mentre è consentito investire in una impresa comune condividendo i profitti e le perdite, 'all'uomo è proibito prestare denaro [ad altri per avviare un'impresa comune] con grosse possibilità di guadagno e pochi rischi di perdita' (xiii, v: 8; in Rabi-



nowitz [1949], p. 95). Questo comportamento è giudicato 'qualcosa che ha sapore di prestito a interesse', perché comporta il prestare senza assumersi il rischio pieno dell'investimento di capitale. In analoghi casi controversi, il discrimine è stabilito vagliando se le conseguenze possano essere equivalenti a un prestito a interesse (si pensi al divieto di vendere a prezzi parametrici che aumentino a intervalli stabiliti nel futuro). Nella natura degli obblighi morali specificati è pertanto incorporato un elemento di valutazione consequenziale.

Negli scritti di Maimonide troviamo un divertente esempio di rigoroso ragionamento consequenziale, laddove si distingue tra *il prestare* agli idolatri e *il prendere a prestito* dagli idolatri. Maimonide osserva che i saggi sconsigliano il prestare agli idolatri, proprio perché l'israelita che presti denaro potrebbe acquisire i cattivi costumi degli idolatri incontrandoli spesso. 'Pertanto all'ebreo è consentito *prendere a prestito* a interesse dal pagano — ci assicura Maimonide — perché egli come debitore fugge dal suo cospetto e non ha l'abitudine di stare presso di lui'.<sup>29</sup>

Lo statuto etico della distinzione tra ebrei e non ebrei solleva interrogativi interessanti. Il duplice metro di misura applicato è stato ampiamente discusso sia nella letteratura cristiana sia in quella ebraica. Nella interpretazione cristiana, è prevalsa la tendenza ad attribuire un qualche ruolo positivo alla distinzione solo

nell'epoca del suo primo emergere: come argomenta Tommaso d'Aquino rispondendo alla Duchessa di Brabante, il permesso di praticare l'usura nei confronti degli stranieri 'è tramontato da tempo'.<sup>30</sup> In effetti, se si volesse universalizzare il divieto di prestare a usura ad altri ebrei, una prima strada potrebbe essere quella di vietare il prestare a usura a chiunque. È la strada imboccata dall'Islam e così anche da tanti teologi cristiani.

Si può però universalizzare il precetto in altra maniera, e cioè vietando la pratica del pagamento di interessi tra i membri di uno stesso gruppo, e questo per *ogni* gruppo. Molte norme di condotta impongono lo spirito di solidarietà nell'ambito del gruppo con il quale ci si identifichi. Gli obblighi che ci assumiamo nei confronti degli altri membri della famiglia costituiscono un esempio appropriato. Sarebbe un errore perseguire l'intento universalistico, esplicitandolo nel principio che ognuno di noi ha identici obblighi nei confronti di chiunque e in ogni circostanza. Una analisi etica che segua queste linee considera la lealtà verso il gruppo come strumentale e pertanto incorpora la solidarietà di gruppo in un costrutto universalistico, che si presta a essere articolato secondo un'impostazione consequenzialista in senso lato.<sup>31</sup>

Talune interpretazioni rabbiniche del duplice metro di misura (duplice almeno in apparenza) si sono mosse in questa direzione. Così ad esempio nella *Torah Temimah* si argomenta:

‘ Il nostro astenerci dal percepire interessi gli uni dagli altri è simile ai regolamenti di molte corporazioni e di altre associazioni nelle quali i membri si offrono reciprocamente benefici speciali. Questi benefici non sono concessi ai non associati. Nulla vieta, tuttavia, che altri formino associazioni analoghe e si offrano analogamente aiuto ’. <sup>32</sup>

Quando affronteremo i problemi attuali dell’etica della finanza, l’analisi della solidarietà di gruppo di impostazione consequenzialista dovrà essere attentamente presa in esame.

## 7. *Adam Smith, l’interventista*

Adam Smith è comunemente considerato il sostenitore, per eccellenza, della opportunità di fare affidamento esclusivamente sul mercato. Smith ha certamente contribuito in modo decisivo a chiarire la logica del meccanismo di mercato; ma ha anche analizzato alcune delle sue più importanti limitazioni.<sup>33</sup> In tema di interessi, Smith si oppose a vietarli per legge,<sup>34</sup> eppure sostenne la necessità di restrizioni di legge, imposte dallo Stato, quanto ai massimi tassi praticabili.

‘ Nei paesi dove l’interesse è permesso, la legge, al fine di impedire l’estorsione dell’usura, stabilisce generalmente il saggio massimo che si può prendere senza incorrere in penalità. [...]’

Si deve osservare che il saggio legale, pur dovendo essere alquanto superiore al prezzo minimo del mercato, non dovrebbe mai superarlo di molto. Se in Gran Bretagna, ad esempio, il saggio legale fosse fissato molto alto, all'otto o al dieci per cento, la maggior parte del denaro da dare a prestito sarebbe prestata ai prodighi (*prodigals*) e ai progettatori di iniziative chimeriche (*projectors*), che sarebbero i soli disposti a dare un così alto interesse. Gli uomini prudenti, che per l'uso del denaro non sono disposti a dare più di una parte di quello che probabilmente ne ricaveranno, non si avventurerebbero in concorrenza con i primi. Gran parte del capitale del paese sarebbe così tolta dalle mani di coloro che con maggiore probabilità potrebbero farne un uso redditizio e vantaggioso, per essere data a quelli che probabilmente la dissiperebbero e la distruggerebbero'.<sup>35</sup>

La motivazione sottesa alla logica interventista di Smith è che i segnali del mercato possono rivelarsi fuorvianti e che dall'operare del libero mercato può risultare un grande spreco di capitale, in seguito all'investimento privato in progetti che sembrano promettere immediati profitti e al conseguente spreco di risorse sociali da parte dei privati.

Nel marzo 1787 Jeremy Bentham scrisse una lunga lettera ad Adam Smith, rimproverandolo e argomentando in favore della piena libertà del mercato.<sup>36</sup> È un curioso episodio nella storia del pensiero economico:

il filosofo utilitarista, l'interventista, il riformatore fa lezione al propugnatore, al guru dell'economia di mercato, predicando le virtù dell'allocatione delle risorse stabilita liberamente dal mercato!<sup>37</sup>

Nel valutare gli affari e la finanza Smith e Bentham condividevano un'impostazione, al fondo, consequenzialista; ma Bentham obiettava alla tesi di Smith che tassi di interesse troppo alti avrebbero indotto 'prodighi' e 'progettatori di iniziative chimeriche' a fare spreco di risorse sociali, mettendo fuori mercato quanti intendessero investire capitali in usi più produttivi. Quanto ai prodighi, o agli stravaganti spendaccioni, Bentham scriveva: 'non è tra loro che dobbiamo cercare i clienti che comunemente domandano denaro ad alti tassi di interesse' (p. 136). E si dilungava ad argomentare che quelli che Smith trattava da 'progettatori di iniziative chimeriche' — iniziative svariate tutte miranti a far denaro rapidamente — erano anche gli innovatori e i pionieri del progresso e del cambiamento (pp. 137-43).

Nel dibattito contemporaneo il problema di un tasso legale massimo non è più di attualità. Sotto questo profilo è ben chiaro che Bentham ha avuto ragione su Smith. È importante, tuttavia, esaminare perché Smith si fosse formato un'opinione così negativa dell'impatto sul sistema economico di 'prodighi' e 'progettatori di iniziative chimeriche'. Ciò che lo toccava profondamente era il problema dello spreco di risorse sociali e

della perdita di capitale produttivo.

Nel Libro II, al capitolo terzo, Smith si sofferma a discutere come ciò possa verificarsi. Egli vedeva nei 'prodighi', mossi come essi sono 'dalla passione per il godimento immediato', un terribile potenziale di spreco di risorse sociali. Ecco perché 'ogni prodigo risulta essere un nemico pubblico'. Anche per quanto riguarda i 'progettatori di iniziative chimeriche', le preoccupazioni di Smith riguardano il potenziale spreco di risorse della società.

'Gli effetti della cattiva gestione sono spesso gli stessi della prodigalità. Ogni progetto considerato e non coronato da successo, nell'agricoltura, nell'attività mineraria, nella pesca, nel commercio o nelle manifatture, tende allo stesso modo a diminuire i fondi destinati al mantenimento dei lavoratori produttivi. In ognuno di questi progetti [...] ci sarà sempre una certa diminuzione di quelli che altrimenti sarebbero stati i fondi produttivi della società [...]'.<sup>38</sup>

È proprio questo aspetto dell'analisi smithiana — la possibilità di perdite di benessere sociale associate alla ricerca di rapidi guadagni individuali — che merita grande attenzione e pone bene in luce l'interesse della posizione interventista di Smith quando si guardi ai problemi finanziari contemporanei.

## 8. *Il profitto e la responsabilità dei dirigenti d'impresa*

*'Lucri bonus est odor ex re qualibet'* — scrive Giovenale in una delle sue satire della vita a Roma attorno al 100 d.C.<sup>39</sup> Questa amara visione del profitto non è stata interamente smentita per nessun paese e per nessuna epoca, ma nel mondo moderno, sorto con tanto successo dal dinamismo del capitalismo, il ruolo del profitto è visto in una prospettiva notevolmente diversa. La ricerca del profitto è oggi considerata, con molta fondatezza, come la forza motrice che crea le opportunità economiche e conduce al loro sfruttamento. Per dirla con Keynes, che certo non fu un ammiratore acritico del capitalismo, 'il motore che muove l'impresa non è la parsimonia, ma il profitto'.<sup>40</sup>

Nel discutere la relazione tra doveri e conseguenze, nel contesto della ricostruzione storica dell'etica della finanza, abbiamo avuto occasione di sottolineare l'osservazione elementare che atti intrinsecamente odiosi possono tuttavia dar luogo a risultati positivi. Tale punto di vista è cruciale per valutare il ruolo della massimizzazione del profitto nei sistemi economici che si affidano in così ampia misura al meccanismo di mercato. I due aspetti della ricerca del profitto, vale a dire il perseguimento egoistico del guadagno e il ruolo di incentivo per ottenere efficienza e buoni risultati, possono essere

distinti, e distanti; ma, a partire da *La ricchezza delle nazioni* di Adam Smith, gran parte della teoria economica moderna (ivi inclusa tanta parte della teoria dell'equilibrio economico generale) si è preoccupata di dimostrare i nessi esistenti tra questi due aspetti.

Il risultato principale che la moderna teoria dell'equilibrio economico generale ha prodotto, indicato talora come 'il teorema fondamentale dell'economia del benessere', è che date alcune ipotesi (ad esempio l'assenza di esternalità nella forma di interdipendenze esterne al mercato) gli equilibri concorrenziali di massimizzazione del profitto corrispondono esattamente al raggiungimento della 'Pareto-efficienza', vale a dire a uno stato di cose tale che nessun individuo può migliorare la propria posizione senza che peggiori quella di almeno un altro individuo.<sup>41</sup> Inoltre, ogni stato 'Pareto-efficiente' dell'economia, egualitario quanto si voglia, può essere realizzato da un equilibrio concorrenziale modificando opportunamente la distribuzione delle risorse e delle dotazioni iniziali. Potrebbe rivelarsi necessaria, però, una redistribuzione radicale della proprietà e pertanto la piena utilizzazione di questo risultato appartiene decisamente al 'manuale del rivoluzionario'.<sup>42</sup>

Il risultato rimane, tuttavia, a nostra disposizione nella versione meno ambiziosa, quella che indica come, data la distribuzione iniziale delle risorse, ogni equilibrio concorrenziale di massimizzazione del profitto sia



caratterizzato dalla ' Pareto-ottimalità '. Ma nel valutare questa versione dobbiamo ricordare che l'ottimalità così definita non è poi un risultato così rilevante e, soprattutto, è compatibile con molta diseguaglianza e molta povertà. Pertanto, le preoccupazioni di Aristotele circa le diseguaglianze presenti in un sistema economico ben funzionante non possono essere alleviate dal ricorso alla versione ' realistica ' del ' teorema fondamentale '. Inoltre, Aristotele non si sarebbe accontentato di un risultato limitato agli equilibri concorrenziali, perché le sue riflessioni critiche sulla ricerca del profitto vertevano anche sui profitti realizzabili da chi fosse riuscito ' a procurarsi un monopolio ' (*Politica*, I, 11, 1259).

Non dimentichiamo, infine, il carattere restrittivo delle ipotesi di partenza, che impedisce di affidarsi all'unica raccomandazione che le imprese massimizzino il profitto per generare effetti economici positivi. A questo proposito, viene in primo piano la preoccupazione di Smith che i segnali di mercato possano essere fuorvianti. Smith, tanto attento alla conservazione e allo sviluppo di quelli che chiama ' i fondi produttivi della società ', si sarebbe molto preoccupato dell'impatto ambientale di tante decisioni del mondo degli affari, perché è evidente che in materia di impatto ambientale i segnali del mercato sono carenti. Al giorno d'oggi i ' prodighi ' e i ' progettatori di iniziative chimeriche ' possono fare scempio dell'aria che respiriamo, dell'ac-

qua che beviamo e della schermatura dalle radiazioni dannose che supponiamo garantita.

In altra sede ho cercato di argomentare che, nel valutare con un'impostazione consequenzialista il meccanismo di mercato fondato sulla ricerca del profitto, approdiamo a 'una lode moderata: nulla di meno, e neppure molto di più'.<sup>43</sup> Non ho ragione oggi di modificare quel giudizio. Vi è però un'altra motivazione a difesa della massimizzazione del profitto, assai dibattuta di recente, soprattutto nell'ambito del confronto politico sui temi della realtà contemporanea. Questa tesi a difesa non si appella ad alcun risultato cruciale della teoria economica, quale il cosiddetto 'teorema fondamentale', ma richiama la responsabilità fiduciaria dei dirigenti d'azienda, il loro impegno a massimizzare i profitti come atto dovuto ai possessori del capitale. È stata avanzata, non da ultimo anche in Italia, l'argomentazione stringente che i dirigenti d'impresa sono impegnati a perseguire l'esclusivo interesse degli azionisti e, in quanto di ciò responsabili, sono vincolati all'obbligo di massimizzare i profitti. Deviare da tale finalità potrebbe *apparire* moralmente giusto, ma secondo questo punto di vista equivarrebbe a disertare le responsabilità morali del mandato ad amministrare e della tutela degli interessi affidati.

Questo approccio all'etica della finanza e degli affari ha una sua logica stringente e precisa e offre il notevole

vantaggio di non dipendere dalla validità o dalla rilevanza di un qualche modello particolare elaborato dalla teoria economica. Esso poggia semplicemente sulla responsabilità diretta, di cui si ritiene siano investiti i dirigenti e gli altri amministratori, a fare ciò che hanno avuto mandato di fare. L'idea della responsabilità fiduciaria è indubbiamente attraente. Il fallimento dei dirigenti di molte imprese, non solo finanziarie, nel tutelare gli interessi di quanti hanno loro affidato un mandato fiduciario (si pensi al comportamento irresponsabile dei dirigenti degli istituti *Savings and Loans* negli Stati Uniti) ci rende tutti particolarmente sensibili alle ragioni di questa impostazione in materia di affari e finanza.

Per quanto attiene alla responsabilità dei dirigenti, si instaura così una separazione tra gli azionisti e i proprietari da un lato e il resto del mondo dall'altro. È una distinzione che richiama il *Deuteronomio* e fa risuonare echi del *Vecchio Testamento*. La responsabilità viene fatta dipendere dalla distinzione tra un gruppo particolare e tutti gli altri gruppi. Ci si può chiedere, tuttavia, perché la responsabilità debba essere fondata su tale specifica separazione. In un'impresa sono in gioco i destini di molti, e diversi, gruppi di persone, e molti sono quelli che affidano un mandato fiduciario alla direzione d'impresa: tra questi, i lavoratori non meno degli azionisti.<sup>44</sup> Il fallimento di un'impresa è una tragedia per molti, inclusi i lavoratori, e non solo per i proprietari del

capitale.

La vicenda degli istituti *Savings and Loans* insegna. Anche nel caso delle imprese finanziarie non è facile sostenere che la responsabilità fiduciaria dei dirigenti tuteli gli azionisti, ma non i milioni di *depositanti* che abbiano affidato il proprio denaro a tali istituzioni. Quanto al mandato ad amministrare e alla tutela degli interessi affidati, gli istituti finanziari operano entro un sistema particolarmente eterogeneo di impegni e pertanto l'ambito della loro responsabilità fiduciaria non può essere ristretto all'obbligo di fare profitti per conto degli azionisti.

Più in generale, e anche nel caso di imprese non finanziarie, non si comprende perché gli interessi degli azionisti debbano essere considerati preminenti nel valutare la responsabilità dei dirigenti d'impresa, quando sappiamo com'è importante per il successo dell'impresa la cooperazione di diversi gruppi. Nel sostenere la concezione che vede la responsabilità fiduciaria dei dirigenti limitata solo alla tutela degli azionisti, si potrebbe, però, seguire un'altra linea di difesa. Nel discutere le distinzioni del *Deuteronomio*, ho già sostenuto che l'assunzione di responsabilità particolari nei confronti di un gruppo non deve essere fondata necessariamente su motivazioni intrinseche, potendo invece essere efficacemente motivata nel contesto dell'analisi consequenziale adducendo gli effetti congiunti delle rispettive responsabilità di gruppo.

Si potrebbe dunque sostenere che il ruolo predominante degli interessi degli azionisti nelle scelte d'impresa vada considerato come *componente* di un più ampio sistema di responsabilità di gruppo. Così, se i dirigenti tutelano gli obiettivi di profitto degli azionisti, mentre i sindacati curano gli interessi dei lavoratori, e via dicendo, il risultato complessivo potrà essere equilibrato e soddisfacente. Secondo questo punto di vista, i dirigenti si impegnano implicitamente a operare nell'esclusivo interesse degli azionisti, 'come se' fossero gli azionisti in persona; la motivazione per tale interpretazione di un contratto incompleto andrebbe ricercata nelle conseguenze positive di questo comportamento, in particolare nei vantaggi di efficienza che ne derivano.

Vale la pena di prendere seriamente in esame questa presa di posizione, ma dubito che essa possa superare l'esame. In primo luogo, la scelta di escludere gli interessi di quanti sono coinvolti nell'attività d'impresa non in veste di azionisti implica una frammentazione, che potrebbe rivelarsi controproducente a una attenta valutazione consequenziale. Si potrebbe, al contrario, sostenere che proprio il rifiuto della distinzione tra azionisti e altri operatori coinvolti nell'attività dell'impresa, e l'adozione di una visione più integrata dell'impresa come 'grande famiglia' siano stati il punto di forza dell'efficienza cooperativa che l'industria giapponese ha teso a realizzare.<sup>45</sup> Ritengo che questa impostazione di tipo

conseguenziale, che invita a far propria una concezione meno ristretta della responsabilità, rafforzi, anziché contraddire, l'argomentazione intrinseca.

La visione limitativa della 'responsabilità fiduciaria' dei dirigenti (i quali sarebbero responsabili solo del patrimonio degli azionisti) appare dunque poco solida nell'ottica conseguenziale. Non ne segue, però, che risultati ottimali possano aversi solo se i dirigenti si pongono costantemente come obiettivo del loro operare la massimizzazione di una qualche misura del 'bene' sociale complessivo. Motivate analisi conseguenziali possono essere adottate per sostenere l'opportunità di circoscrivere gli obiettivi, se non altro al fine di economizzare informazioni e rendere praticabili gli schemi di incentivazione adottati. È importante rifiutare la visione limitativa della responsabilità fiduciaria dei dirigenti d'impresa ('l'agenzia'), non difendere l'opposta tesi estrema che vorrebbe imporre a tutti gli operatori l'unico obiettivo globale del 'bene' sociale. È necessario esaminare alla luce delle conseguenze i meriti dei diversi procedimenti di decisione e dei differenti schemi di incentivi. Tale esame va condotto guardando alle conseguenze di incentivi e decisioni in una prospettiva di ampio respiro, ma ciò non implica, ovviamente, che gli effetti auspicati di più ampia portata possano essere raggiunti in modo ottimale solo se i singoli operatori ne tengono conto in ciascuna delle proprie scelte.<sup>46</sup>

In conclusione, la difesa di una particolare interpretazione della responsabilità fiduciaria va rapportata alle conseguenze del comportamento che ne discende. Nel riconoscere i meriti della massimizzazione del profitto da parte dei dirigenti, si approda nuovamente alla ' lode moderata ' di cui già abbiamo parlato: l'accettazione dell'importante funzione positiva del profitto nel generare efficienza economica, ma anche il riconoscimento dei suoi limiti. L'alternativa di affidarsi incondizionatamente al profitto fidando nella responsabilità fiduciaria, alternativa fondata sull'impostazione deontologica che esclude ogni considerazione delle conseguenze, suscita troppi interrogativi che restano irrisolti. Non è facile accettare senza riserve l'ammonimento inflessibile di Krishna e di Eliot: ' E non pensate al frutto dell'azione. Andate avanti '.

#### 9. *I vincoli all'uso dei mezzi nelle scelte d'impresa*

Per quanto il criterio della massimizzazione del profitto possa risultare carente dal punto di vista della analisi consequenziale, è ovviamente improbabile che le imprese ne prescindano nel loro comportamento. Quando i segnali del mercato sono fuorvianti, un modo per far entrare in gioco quelle ulteriori considerazioni che dovrebbero influire sulle decisioni è quello di insistere

su una serie di vincoli che debbono essere rispettati. Così, ad esempio, l'obbligo di adempiere a norme di tutela dell'ambiente può contribuire a temperare la massimizzazione del profitto nella direzione desiderata. Alcuni di questi vincoli possono essere imposti tramite regolamentazione pubblica; si può in tal modo trovare spazio per molte delle considerazioni di cui non si può tener conto nel mero calcolo del profitto.<sup>47</sup>

Influire sul comportamento nell'attività finanziaria imponendo regolamentazioni dettate dall'autorità pubblica non è una prassi nuova.<sup>48</sup> Tuttavia, la portata della regolamentazione è spesso drasticamente limitata nell'efficacia dall'incapacità a imporre il rispetto delle norme: qui, appunto, potrebbero entrare in gioco con un ruolo rilevante norme di autoregolamentazione e un'etica del comportamento. Facciamo un esempio. Uno dei problemi che le banche e le istituzioni finanziarie si trovano oggi ad affrontare è l'impiego di profitti illeciti depositati da imprese o individui equivoci e accompagnato talvolta da richieste che, se soddisfatte, equivarrebbero al 'riciclaggio' di tali profitti illeciti. In molte circostanze, simili operazioni sono illegali e, se questo è il caso, il dilemma di comportamento è reso meno acuto dalla minaccia incombente delle 'maniere forti'. Ma spesso le operazioni non comportano in quanto tali alcun atto illegale e la speranza di sfuggire alla giustizia è più che fondata. Ci si può chiedere, quindi, su quali



basi vada stabilita l'etica delle decisioni che le istituzioni finanziarie debbono assumere in questi casi.

Si potrebbe argomentare che le illegalità in questione sono state commesse da altre imprese o in altre attività d'affari e che pertanto non vi è nulla di male nel trattare il denaro di tale provenienza così come si tratta ogni altro genere di deposito. Inoltre, se l'istituzione finanziaria assegnasse una priorità alla responsabilità fiduciaria che impone di massimizzare i profitti, la scelta di collaborare risulterebbe essere evidentemente la miglior linea d'azione.

Una simile conclusione può essere contestata su due diversi piani, due piani che corrispondono rispettivamente a una valutazione di 'iniquità intrinseca' ovvero a una valutazione di 'negatività delle conseguenze'. Dal primo punto di vista, partecipare all'utilizzo del ricavato di operazioni illegali può ben essere considerato di per sé un comportamento malvagio: è qui che si fa sentire con più forza la pressione, antiquata ma non trascurabile, della deontologia 'pura', simile al divieto non consequenzialista dell'usura. Non ho molto da dire a questo proposito, benché ritenga che tale valutazione abbia spazio legittimo tra le considerazioni rilevanti.

Dal secondo punto di vista, e cioè se gli obblighi morali debbono essere determinati attraverso l'analisi consequenziale, la motivazione che l'illegalità sia stata commessa da altri non è di per sé dirimente. Diviene

allora necessario esaminare le conseguenze di particolari atti e i risultati che possiamo attenderci dall'adozione di *regole di condotta* che consentono tali atti. Su questo piano, l'etica della finanza si allinea senza tentennamenti al modello dell'analisi consequenziale. Tenuta in debito conto la natura dell' 'illecito' all'origine degli illeciti profitti, l'analisi consequenziale delle norme di condotta appropriate nell'impiego di tali profitti potrà risultare tutt'altro che permissiva.

Considerazioni analoghe possono essere avanzate su altri casi di condotta finanziaria dubbia. Uno specifico interrogativo riguarda la possibilità di sfruttare le pressioni politiche che possano essere messe in atto dal settore privato, pressioni che potrebbero sortire l'effetto di modificare le politiche pubbliche in materia di economia e finanza, o di influenzare le decisioni operative del settore pubblico. Proprio questo problema etico, l'utilizzo della sfera pubblica per perseguire guadagni privati, fu uno dei temi che più preoccuparono Paolo Baffi.<sup>49</sup>

Il problema non è, evidentemente, nuovo. Adam Smith ne discute per esteso ne *La ricchezza delle nazioni*.

'In effetti, attendersi che la libertà commerciale possa mai essere interamente ripristinata in Gran Bretagna è cosa tanto assurda quanto aspettarsi che vi possa essere mai instaurato il regno di Oceana o di Utopia. Vi si oppongono irresisti-

bilmente, non solo i pregiudizi del pubblico, ma anche, cosa molto più decisiva, l'interesse privato di molti individui. [...] Il membro del Parlamento che appoggi qualsiasi proposta per rafforzare tale monopolio, è sicuro di procurarsi non solo la reputazione di conoscitore del commercio, ma anche una grande popolarità e influenza su una categoria di uomini che per numero e per ricchezza hanno grandissima importanza. Se invece si oppone a tali proposte, e ancor più se ha l'autorità sufficiente per poterle ostacolare, allora né la più riconosciuta probità, né il più alto rango, né le massime funzioni pubbliche esercitate, possono proteggerlo dalle più infamanti ingiurie e diffamazioni, dagli insulti personali, né a volte dall'effettivo pericolo che deriva dalla violenza insolente dei monopolisti furiosi e delusi'.<sup>50</sup>

Il ricorso a pressioni politiche non può essere difeso agevolmente appellandosi alla responsabilità fiduciaria a massimizzare i profitti *con ogni possibile strumento*, e ciò per le ragioni già discusse.

Né può essere in generale reso compatibile con un comportamento giustificato in termini consequenziali. In effetti, l'assunto che questa prassi abbia effetti negativi è fondato sulle distorsioni di vario tipo che essa induce nel mercato (ivi incluse alcune di quelle discusse da Aristotele e Smith); tra queste, ad esempio, vi è la conquista di vantaggi di monopolio.

Nel giudicare i meriti e i demeriti, in termini di conseguenze positive o negative, di tale comportamento e dei relativi vincoli di condotta, l'assunto di senso comune circa una prevalenza degli effetti negativi può ben essere molto ragionevole. In tale contesto, vale la pena sottolineare soprattutto un punto di carattere generale: l'efficacia della massimizzazione del profitto come strumento per raggiungere l'efficienza e altri risultati positivi (si ricordino le dimostrazioni della teoria dell'equilibrio economico generale, e in particolare il 'teorema fondamentale') dipende interamente dal pieno soddisfacimento di un insieme di condizioni stringenti. Ad esempio, la libera concorrenza nel mercato impone che le transazioni abbiano luogo a *prezzi dati* che le imprese non possono influenzare. Quando le strategie d'impresa per accrescere i profitti prendono la forma di manovre volte a influire sui prezzi o a diminuire la concorrenza, e via discorrendo, restano ben pochi elementi del modello teorico dell'efficienza del mercato che possano essere invocati a sostegno di una 'sana' massimizzazione del profitto.

#### 10. *Informazioni riservate e insider trading*

Passo infine a esaminare brevemente la *vexata quaestio* se sia ammissibile ottenere guadagni personali impiegando informazioni riservate (*insider trading*) per scopi

personali. Gli amministratori o il gruppo dirigente dell'impresa si trovano spesso a godere di una posizione favorevole per lucrare profitti operando transazioni di mercato collegate all'impresa; ciò perché dispongono di informazioni riservate. Non di rado sono state accumulate grandi fortune grazie a operazioni effettuate sulla base di queste informazioni, ad esempio acquistando le azioni di un'impresa subito prima di un aumento di prezzo, come avviene quando sia imminente un'offerta pubblica di acquisto, nota agli addetti ai lavori ma non ad altri.

Le transazioni vantaggiose basate su informazioni riservate hanno suscitato molta disapprovazione morale e, in alcuni paesi, sono soggette a restrizioni legali esplicite (è questo il caso, ad esempio, del Regno Unito e degli Stati Uniti).<sup>51</sup> Attualmente, anche in Italia si stanno adottando disposizioni di legge che vanno nella stessa direzione. In Giappone o in Svizzera, d'altro canto, la situazione presenta meno vincoli. Lucrare guadagni personali facendo uso di informazioni riservate, abusando cioè della fiducia altrui, non è certo un comportamento apprezzabile e vi è, in senso ovvio, una qualche 'iniquità' insita in tale comportamento. Ma, come già abbiamo detto in questo saggio, gli effetti negativi di un'attività debbono essere tenuti distinti dalla sua intrinseca non apprezzabilità. Come possiamo procedere per valutare in termini consequenziali il danno causato nel-

l'operare transazioni vantaggiose basate su informazioni riservate?

È certamente vero che l'addetto ai lavori, che benefici delle informazioni privilegiate di cui abbia occasione di disporre, gode in un certo senso di un vantaggio ingiusto rispetto agli altri operatori che acquistano e vendono capitali azionari. È stato argomentato, però, che l'*insider trading* danneggia realmente soltanto i 'professionisti di borsa' (si veda in particolare John Kay 1988). Immaginiamo che la quotazione di determinate azioni stia per salire da 100 a 180 e l'addetto ai lavori che dispone di informazioni privilegiate compri, subito prima che l'aumento di prezzo abbia luogo, al prezzo, poniamo, di 120. Egli non danneggia, ovviamente, coloro che *continuano* a detenere quei titoli, almeno non in modo diretto. Né danneggia coloro che *per proprio conto avessero deciso* di vendere proprio nel momento in cui egli stava operando i suoi acquisti. Se non altro, essi potranno spuntare dall'*insider* un prezzo più alto di quello che avrebbero altrimenti spuntato (100).

Resta da considerare la posizione di coloro che non avevano pianificato di vendere, ma sono *convinti* a farlo dall'offerta dell'*insider*. Questi operatori cedono il proprio capitale azionario al prezzo di 120, un prezzo inferiore alla quotazione di 180 che avrebbero potuto ricavare subito dopo. Poiché è probabile che gli operatori in questa posizione siano 'professionisti di borsa',

che acquistano e vendono titoli azionari, la tesi di Kay è che tutta la manovra messa in atto per prevenire l'*insider trading* mira a salvaguardare gli interessi dei professionisti del mercato, garantendo loro pari opportunità rispetto agli *insiders* muniti delle informazioni privilegiate. Simili interessi particolari sono protetti al costo di aumentare la distanza tra coloro che finanziano l'industria e coloro che la gestiscono e ciò — sostiene Kay — potrebbe rivelarsi una pessima conseguenza del tentativo di *prevenire l'insider trading*. Ne discende la sua opposizione al divieto dell'uso di informazioni riservate a scopi personali.

La *difesa dell'insider trading* condotta da Kay è incentrata su un ragionamento consequenziale che è in sintonia con quanto abbiamo già discusso nella prima parte di questa Lezione. In assenza di una qualche distinzione analoga a quella del *Deuteronomio*, che ponga l'accento sugli interessi di un gruppo specifico (cioè i professionisti del mercato di borsa), quell'interdizione appare un obiettivo singolarmente arbitrario, fondato su una concezione ristretta della responsabilità di gruppo. Il divieto acquisterebbe forza solo dall'avversione legittima per gli 'avid' *insiders*, con un implicito appello alla necessità di punire coloro che sono 'moralmente corrotti'. Si pone, tuttavia, il problema di valutare se tutte le conseguenze rilevanti siano state in effetti incluse nel computo.

King e Roell (1988) hanno sottolineato che l'*insider*

*trading* ha altri costi. In primo luogo la presenza di informazione asimmetrica tende a far aumentare lo scarto tra le quotazioni lettera e denaro (*bid-ask spreads*), perché gli operatori di mercato temono di aver a che fare con gli *insiders*. Questo costo equivale a un'imposta sulle transazioni e produce i suoi stessi effetti. In secondo luogo, poiché vi è la possibilità di lucrare guadagni sfruttando informazioni riservate, molti sforzi e molte risorse sono impegnati in questo guadagno facile. Poiché queste operazioni non producono alcun evidente beneficio sociale, si registra una perdita sociale netta, corrispondente ai costi sostenuti.

Possiamo, in effetti, integrare l'analisi di King e Roell, esaminando la possibilità che un addetto ai lavori che sfrutta informazioni riservate possa persino influire sui tempi e sulla formulazione delle comunicazioni dell'impresa, al fine di accrescere le opportunità di guadagni facili per sé e altri *insiders*. Anche ciò comporterebbe costi sociali e pertanto una perdita di benessere sociale. Il quadro dell'analisi consequenziale deve inoltre tener conto dell'effetto depressivo che l'*insider trading* può esercitare sulla fiducia nella borsa; anche questo potrebbe rivelarsi un importante effetto negativo da includere nel conteggio delle conseguenze, particolarmente in paesi dove il mercato di borsa abbia ancora bisogno di consolidarsi ed espandersi.

È pienamente rilevante in questo contesto la preoc-



cupazione smithiana di notevoli perdite di benessere sociale generate dal perseguimento di facili profitti. L'addetto ai lavori che sfrutta informazioni riservate assomiglia anche ai 'cercatori di guadagni di monopolio' di cui parla Aristotele. Questa tematica aristotelica è particolarmente rilevante, poiché il divieto dell'*insider trading* ha l'effetto paradossale di escludere, anziché i meno informati, proprio i meglio informati; è singolare, almeno a prima vista, che la causa dell'efficienza possa essere servita con efficacia escludendo proprio coloro che possiedono le migliori informazioni a vantaggio di quanti dispongono, invece, di informazioni più scarse.

La principale fonte di problemi è il monopolio dell'informazione di cui alcuni operatori (gli *insiders*) dispongono a fronte degli altri e i guadagni che possono essere ottenuti mantenendo tale posizione di monopolio. Poiché la partecipazione degli 'altri' (incluso il pubblico) è importante per il successo dell'attività finanziaria, il problema dell'asimmetria delle informazioni non può essere risolto limitandosi a 'eliminare' gli 'altri', con un qualche processo di selezione naturale. Inoltre, la possibilità che gli *insiders* possano operare deliberatamente per aumentare il divario tra le proprie informazioni e ciò che gli esterni fanno, ad esempio, manipolando le dichiarazioni dell'impresa, aggrava ancora i rischi, già seri, di distorsione nell'allocazione delle risorse.

Sono questi, in conclusione, gli elementi di giudizio pertinenti se intendiamo scoraggiare e regolamentare l'*insider trading*. L'*insider trading* suscita l'indignazione morale, ma ritengo che tale legittima reazione non offra un buon fondamento né al divieto né alla regolamentazione di tali operazioni. L'indignazione morale potrebbe certo avere alla base una critica ragionata; ma non è sempre questo il caso. In ultima analisi, la valutazione dell'*insider trading*, come di altri comportamenti di dubbia liceità, deve fondarsi su un'attenta analisi consequenziale dei loro effetti diretti e indiretti. Una critica consequenziale dell'*insider trading* è possibile, ma i fondamenti di tale critica devono essere chiaramente distinti dall'impulso a condannare i guadagni ottenuti sfruttando informazioni riservate, o dalla istintiva tendenza a disapprovare l'arricchimento individuale conquistato a spese della fiducia del pubblico.

## 11. Osservazioni conclusive

In questa Lezione ho sostenuto che nell'etica della finanza il problema fondamentale è la relazione tra doveri e conseguenze. La tentazione di valutare la finanza sulla base dell'attrattiva immediata, o dell'immediata ripulsa, è forte e ha pesato sui giudizi espressi dall'etica della finanza nel passato, così come avviene ancora oggi. Ma le più serie trattazioni del passato hanno, a ragione,

resistito alla tentazione di imboccare una strada così elementare. Ciò è vero non solo per autori come Kautilya e Smith, ma persino per la celebre critica aristotelica dell'usura, benché ripetuti fraintendimenti delle argomentazioni aristoteliche abbiano teso a oscurare questa importante verità. I temi che le analisi classiche della finanza di impostazione consequenziale miravano a evidenziare restano importanti anche oggi.

Abbiamo esaminato alcune questioni attuali dell'etica della finanza per porre in luce la natura della riflessione consequenziale e i trabocchetti della deontologia 'pura'. Nella teoria contemporanea, ad esempio, si è spesso sostenuto che la 'responsabilità fiduciaria' verso gli azionisti giustifica l'impegno prioritario alla massimizzazione del profitto, senza considerazione delle conseguenze sociali che ne derivino. Questa impostazione è gravemente carente, perché non considera il danno che un comportamento così orientato può provocare alla collettività in senso lato (danni ambientali o distorsioni monopolitistiche, ad esempio) e anche perché trascura l'esigenza di riconoscere gli obblighi nei confronti di altri soggetti coinvolti nell'impresa.

Per motivare, almeno in parte, l'obiettivo della massimizzazione del profitto dobbiamo guardare al ruolo che il profitto assolve come incentivo e fonte di efficienza economica. Tale valutazione va integrata con il riconoscimento altrettanto fermo delle perdite di be-

nessere sociale e delle disuguaglianze, che potrebbero in tante circostanze risultare accresciute da comportamenti volti a perseguire quell'obiettivo.

In modo analogo, la scelta degli strumenti che le imprese possono usare nel perseguire i loro obiettivi (inclusi i profitti finanziari) è un altro problema sul quale la deontologia 'pura' propone risposte scorrette. È rilevante a questo proposito il rapporto tra l'intervento pubblico e l'interesse privato e così anche l'esigenza di promuovere norme di legge e regole di condotta per limitare l'impiego (o 'riciclaggio') di proventi finanziari che siano di fonte illecita.

Un ulteriore esempio è quello dei vincoli di comportamento che dovrebbero condizionare i dirigenti e gli amministratori che dispongano di informazioni riservate. È forte la tentazione di condannare l'*insider trading* appellandosi alla sua palese 'iniquità' o alla sua presunta 'scorrettezza', ma questa critica sarebbe molto debole. Le obiezioni più serie chiamano in causa i gravi danni sociali che possono essere prodotti dall'*insider trading* in termini di aumenti dei costi o di distorsioni nel sistema degli incentivi.

Nell'etica della finanza è cruciale un'attenta valutazione delle conseguenze e questa valutazione non può essere sostituita dal richiamo a 'doveri' definiti indipendentemente dalle conseguenze dell'agire. Ho sostenuto, soffermandomi su alcune esemplificazioni, che le norme

e le regolamentazioni e così anche i codici di condotta possono essere gravemente distorti dal tentativo di fondare le decisioni pubbliche o il comportamento privato sulla deontologia semplificata dei doveri e degli interessi immediati. Nella finanza, come in tanti altri campi dell'economia, ciò che conta va ben al di là di ciò che è vicino.

## NOTE

1 Ho un particolare debito con Tommaso Padoa-Schioppa, che mi è stato di grande aiuto con i suoi consigli in ogni stadio della preparazione di questa Lezione Baffi. Ringrazio sentitamente per i molti, utili suggerimenti Fabrizio Barca, Sissela Bok, Moshe Halbertal, John Kay, Mervyn King, Franco Modigliani, Emma Rothschild, Ignazio Visco e Stefano Zamagni. Mi sono state di aiuto anche le osservazioni di Ignazio Angeloni, Chitrita Banerji, Giorgio Basevi, Robert Dorfman, Gianni Fodella, Eugenio Gaiotti, Charles Goodhart, Frank Hahn, Albert Hirschman, Eric Hobsbawm, Alexandre Lamfalussy, David Landes, Siro Lombardini, Mario Monti e Luigi Spaventa.

2 Considerazioni finali del Governatore della Banca d'Italia alla Assemblea Generale Ordinaria dei Partecipanti, 31 Maggio 1990. Nella concezione che Baffi aveva del dovere, l'impegno fermo a promuovere il progresso economico e sociale era accompagnato dalla viva partecipazione alle difficoltà dei meno favoriti. Così, ad esempio, nello scrivere del suo soggiorno alla *London School of Economics* nel 1931, egli non si limita a ricordare le conferenze alle quali partecipò, ma aggiunge: 'In quel soggiorno mi aveva colpito la vista dei marinai gallesi, che marciavano in fila indiana lungo il bordo del marciapiede cantando tristi nenie e chiedendo l'obolo di un *penny*, e quella delle navi in disarmo e delle gru immobili nel porto...' (Baffi [1985], p. 3).

3 Ho discusso questo tema e altri a esso collegati in Sen (1982, 1985a, 1987). Si veda anche l'introduzione di Stefano Zamagni alla traduzione italiana di Sen (1982).

4 Kindleberger (1984) osserva che il coinvolgimento di persone esterne all'ambiente dominante è un fenomeno di portata più generale. 'In molte società chi presta denaro appartiene a una diversa religione e quindi non è legato alle norme etiche della comunità' (trad. it. p. 60). Uno studio interessante dello scontro tra culture che ciò comporta è contenuto in Landes (1958), che tratta della finanza europea in Egitto.

5 Si è anche sostenuto che persino l'affermarsi della scrittura e lo sviluppo della matematica siano stati strettamente legati alle attività finanziarie nelle epoche remote della storia dell'umanità. Su questo punto si veda Bernal (1954), cap. 3.

6 La natura e la rilevanza di questa e altre distinzioni concettuali sono discusse, tra gli altri, da Smart e Williams (1973), Nagel (1979), Sen (1987).

7 T.S. Eliot, *Four Quartets* (London, Faber & Faber, 1944), p. 31 ('The Dry Salvages'), trad. it. a cura di F. Donini, Garzanti, 1976, p. 53.

8 In verità, è possibile individuare un conflitto di ordine generale tra alcuni atti, la cui natura sia di per sé insoddisfacente, e i miglioramenti che quegli stessi atti possono determinare nell'evolversi delle circostanze. In ambito più generale (e non riferito specificamente all'etica della finanza) tali conflitti sono stati in effetti molto dibattuti nella critica contemporanea al consequenzialismo di impostazione deontologica. Si vedano, ad esempio, Robert Nozick (1974), Bernard Williams (1973), Thomas Nagel (1980) e Derek Parfit (1984). Nessuno di loro, tuttavia, ha sostenuto che si debbano del tutto ignorare le conseguenze dell'agire nel valutare la giustezza degli atti. In altri termini, nessuno di loro si è schierato su posizioni di deontologia 'pura' quali quelle difese, ad esempio, da Krishna ed Eliot.

9 Ciò è vero anche di molte trattazioni dell'usura nella scolastica medievale, inclusa la scolastica francescana. Ad esempio, San Tommaso d'Aquino, Guglielmo di Occam, Nicola d'Oresme e altri fecero uso di ampie analisi delle conseguenze pratiche dell'usura. Un'utile introduzione al loro pensiero si può trovare in Nelson (1949) e in Noonan (1957). Il giudizio dell'Islam sull'usura era esplicitamente fondato sugli effetti negativi di tale pratica e tale preoccupazione di fondo ritorna nelle interpretazioni contemporanee dell'Islam, argomentando in particolare che il divieto non sia da applicarsi al pagamento dell'interesse in quanto tale, ma valga solo per l'addebito di interessi usurari. Si tratta di una questione di considerevole importanza per gli ordinamenti giuridici dei paesi islamici contemporanei. Si vedano a questo proposito Naqvi e Kadir (1986) e Ali Kahn (1990).

10 Kautilya, *Arthasāstra*, Libro II, cap. 11, par. 174; nella trad. inglese di Shamasastri (1967), p. 200.

11 *Arthasāstra*, Libro I, cap. 19, par. 39; nella trad. inglese di Shamasastri (1967), p. 39.

12 Ad esempio, se il dare e il prendere a prestito fossero entrambi sotto forma di crediti e debiti in granaglie alimentari, anziché in moneta, allora 'l'interesse in granaglie nelle stagioni di raccolto abbondante non dovrà eccedere il 50% se valutato in moneta'. *Arthasāstra*, Libro II, cap. 11, par. 174; nella trad. inglese di Shamasastri (1967), p. 200.

13 Si vedano Nelson (1949), Noonan (1957), Barker (1959) e Langholm (1984).

14 Aristotele, *Politica*, Libro I, cap. 1, 1258b, trad. it. in Aristotele, *Opere*, vol. 9 a cura di R. Laurenti, BUL, Laterza, Bari, 1986, p. 22.

15 Marx (1867), Libro I, Seconda Sezione, cap. V. Sui problemi



relativi al 'valore' che qui sono in causa si veda Dobb (1937).

16 Si veda Noonan (1957), p. 47. La frase citata è tratta da un commento di S. Alberto nel XIII secolo; l'osservazione è stata poi ripresa e ripetuta da moltissimi commentatori.

17 Su questo punto si veda Langholm (1984), p. 61.

18 Bentham (1790), p. 100. Su questo tema Bentham si diffonde con notevole espressività: 'Al grande filosofo sfuggì una semplice osservazione, che tuttavia, se gli fosse venuta in mente, non sarebbe stata indegna di una qualche attenzione da parte sua. Benché un *darico* non possa procreare un altro darico, e neppure un montone o una pecora, tuttavia, se un uomo prendesse a prestito un darico e potesse con questo darico acquistare un montone e una coppia di pecore, le pecore, lasciate col montone per un certo tempo, non sarebbero probabilmente sterili' (op. cit. p. 101). Bentham continua poi a commentare quello che egli ritiene uno stupido errore di Aristotele.

19 *Politica*, Libro I, cap. 9, 1257b.10, trad. it. cit. p. 19.

20 Si veda su questo punto Hahn (1982, 1985).

21 *Politica*, Libro I, cap. 11, 1259; trad. it. cit., p. 24.

22 Aristotele non riteneva, tra l'altro, che il far denaro con il commercio e la finanza fosse una bella maniera di vivere, neppure per coloro che si fossero arricchiti con tali attività.

23 *Politica*, Libro I, cap. 11, 1259a.20, trad. it. cit., p. 24. Aristotele difende la sua tesi citando il caso di Talete di Mileto, che, pur essendo un filosofo, guadagnò denaro con grande facilità stabilendo un monopolio sui frantoi, poiché aveva previsto correttamente un eccezionale raccolto di olive (1259a.5-18, p. 24).

24 *Politica*, Libro I, cap. 9, 1257b.30-35, trad. it. cit., p. 20.

25 Aristotele, *Etica Nicomachea*, Libro IV, cap. 2, 1121; trad. it. in Aristotele, *Opere*, vol. 7, a cura di A. Plebe, BUL, Laterza, 1985, p. 84.

26 Si veda Nelson (1949), pp. xv-xvi, che affronta anche i problemi di interpretazione.

27 Su questo si veda *Mishneh Torah* (Il codice di Maimonide), vol. XIII, *Mishpatim, Regole del Creditore e del Debitore*, cap. VI:1, in Rabinowitz (1949), p. 88.

28 Si veda *Mishneh Torah* (Il codice di Maimonide), vol. XIII, *Mishpatim, Regole del Debitore e del Creditore*, cap. I:1, in Rabinowitz (1949), p. 78.

29 Si veda *Mishneh Torah* (Il codice di Maimonide), vol. XIII, *Mishpatim, Regole del Debitore e del Creditore*, cap. V:2, in Rabinowitz (1949), p. 93 (il corsivo è aggiunto).

30 Si veda Nelson (1949), p. 14. San Tommaso d'Aquino sosteneva che l'intento dell'ingiunzione era in realtà quello di indicare che 'percepire l'usura da un uomo qualsiasi è intrinsecamente peccaminoso. Infatti, noi dobbiamo considerare ogni uomo come prossimo e fratello, specialmente dopo l'instaurazione della legge evangelica, aperta a tutta l'umanità'. Egli continuava, in modo piuttosto singolare, sostenendo che prendere a usura dagli stranieri era concesso agli ebrei con esenzione speciale dal divieto generale 'per evitare un male maggiore: e cioè perché, spinti dall'avarizia cui erano dediti a detta del profeta Isaia (LVI, 11), non l'esigessero dagli ebrei stessi, adoratori di Dio'. (San Tommaso d'Aquino, *La somma teologica*, trad. it. (1984), p. 364). Il brano è citato in Nelson (1949).

31 Per alcuni problemi tecnici relativi alla coerenza del consequenzialismo con gli obblighi morali specifici a ciascun agente, si veda Sen (1983, 1987). Sulle diverse funzioni della lealtà, si veda Akerlof (1983, 1984).

32 Citato in Tamari (1987), p. 182. La *Torah Temimah* è un autorevole commento del ventesimo secolo scritto dal rabbino B. Epstein.

33 Su questo punto si vedano Sen (1987) e Rothschild (1991).

34 'In alcuni paesi l'interesse del denaro è stato proibito per legge. Ma siccome ovunque si può ricavare qualcosa dall'uso del denaro, si dovrebbe ovunque pagare qualcosa per tale uso. È risultato dall'esperienza che questa regolamentazione, invece di impedire, aumenta il male dell'usura, giacché il debitore è obbligato a pagare non solo per l'uso del denaro, ma anche per il rischio che il suo creditore corre accettando un compenso per quell'uso [...].'  
Smith (1776), Libro II, cap. 4, trad. it. Isedi, p. 351.

35 Smith (1776), Libro II, cap. 4, trad. it. cit., p. 352. Il termine *projector* non è usato da Smith nel significato neutrale di 'persona che formula un progetto', ma è usato in senso peggiorativo. Tale significato, che è a quanto sembra di uso comune dal 1616, indica tra l'altro 'colui che promuove compagnie speculative', 'uno speculatore', 'un truffatore'. Si veda lo *Shorter Oxford English Dictionary*. Giorgio Basevi ha attirato la mia attenzione su un interessante parallelo tra la critica di Smith e il ritratto spietato dei *projectors* tracciato da Swift nei *Viaggi di Gulliver* (1726), mezzo secolo prima de *La ricchezza delle nazioni*.

36 Bentham (1790), Lettera XIII, *To Dr. Smith*.

37 In sede pubblica, Smith prese atto delle critiche di Bentham solo in modo marginale. In ogni caso, nelle edizioni successive de *La ricchezza delle nazioni* lasciò invariato il passo che Bentham aveva criticato; ma accettò la critica con spirito e vi accennò favorevolmente, cosicché Bentham ritenne di aver ottenuto conferma indiretta che 'sui punti di divergenza tra di noi' Smith 'ha ora le mie stesse convinzioni'. Su questo punto si vedano Smith (1776);

nella edizione curata da Campbell e Skinner (1976), pp. 357-8, nota 9 e Spiegel (1987), p. 770.

38 Smith (1776), Libro II, cap. 3, trad. it. cit., p. 336.

39 Giovenale, *Satire*, Satira 14, verso 204.

40 Keynes (1930), Libro VI, cap. XXX. (Ndt. Il brano citato si trova, in traduzione leggermente diversa, alla p. 370 della edizione italiana indicata in bibliografia).

41 Su questo punto si vedano Debreu (1959) e Arrow e Hahn (1971). Koopmans (1957) propone una lucida introduzione all'argomento.

42 Su questo punto si veda Sen (1987), cap. 2.

43 Sen (1985b), p. 19.

44 Già Adam Smith, a suo tempo, aveva espresso una critica severa al fatto che gli interessi dei lavoratori erano troppo trascurati nella manifestazione di richieste o di motivi di malcontento. Scrive Smith: '... certo nessun altro ordine soffre più crudelmente di quello dei lavoratori per il declino della società. [...] Perciò, nelle deliberazioni pubbliche, la sua voce è poco ascoltata e ancor meno considerata, tranne in certe occasioni particolari, quando il suo clamore è messo su, animato e sostenuto da coloro che lo impiegano, non nel suo interesse, ma per i loro scopi particolari'. (Smith [1776], Libro I, cap. 11, Conclusione, trad. it. cit., p. 253).

45 Su questo tema ed altri ad esso correlati, che toccano l'esperienza del Giappone e le interpretazioni di tale esperienza, si vedano Morishima (1982), Dore (1987), Aoki (1989). Ho cercato di discutere alcuni temi di teoria economica collegati a questi in Sen (1982, 1987). Si veda anche Akerlof (1983, 1984). Il punto di vista della 'grande famiglia' può indurre forme di sfruttamento a svantaggio

di qualche gruppo meno favorito di altri, ma questo è un problema ulteriore che non intacca quanto sostenuto sull'inefficienza del punto di vista della frammentazione.

46 Ho cercato di affrontare questo tema e altri ad esso collegati in Sen (1985b, 1987).

47 Una interessante novità nel mondo degli affari è il sostegno accordato da alcune imprese private a una severa legislazione ambientale. In effetti, come è stato notato in un articolo pubblicato nel settimanale 'The Economist', se un'impresa privata finanziariamente solida decide di diventare 'amica dell'ecologia', 'per migliorare le relazioni pubbliche, per sostenere il morale dei dipendenti o per qualche altro motivo', tale impresa 'non vorrà trovarsi in una posizione di svantaggio rispetto ai concorrenti perché essi sono liberi di farla franca in materia di trascuratezza ambientale'. ('Prosecuting Polluters: Dishing the Dirt', *The Economist*, 9-15 Febbraio 1991, pp. 70-71). Fumagalli (1990) ha discusso efficacemente le motivazioni di ordine generale che suggeriscono di integrare con opportune regolamentazioni la motivazione del profitto, proprio in un'ottica illuminata d'impresa.

48 In questa Lezione non ho affrontato il problema della politica monetaria a livello macroeconomico, ma la normativa e i controlli diretti potrebbero essere motivati anche dalle esigenze di tale politica. Il tasso di interesse, ad esempio, ha effetti di grande rilievo sul funzionamento del sistema economico e può essere un importante strumento delle politiche per l'occupazione e per lo sviluppo economico. Si veda J. Robinson (1952). Nella realtà, in gran parte dei paesi del mondo, il livello del tasso di interesse è in larga misura controllato tramite la politica condotta dalla Banca centrale, che fa uso tra l'altro di norme e controlli diretti. In questa Lezione, tuttavia, mi limito a discutere le regolamentazioni concernenti

l'accettabilità dei comportamenti finanziari individuali e non affronto le esigenze della politica macroeconomica.

49 Il richiamo di Baffi al 'rinnovamento morale' fu motivato in larga misura dal suo giudizio sulle vicende italiane proprio sotto questo profilo. Ciò che potremmo definire 'il messaggio di Baffi' è strettamente intrecciato a questa preoccupazione.

50 Smith (1776), Libro IV, cap. 2, trad. it. p. 460. Si veda anche il Libro I, cap. 11.

51 In Gran Bretagna le più semplici tipologie di 'insider dealings' sono vietate tramite le *Core Rules* emesse dal *Securities and Investment Board*. Si veda SIB, *Principles and Core Rules for the Conduct of Investment Business* (London, 1991).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- AKERLOF, G. (1983). 'Loyalty Filters', *American Economic Review*, 1973.
- AKERLOF, G. (1984). *An Economic Theorist's Book of Tales*. Cambridge, Cambridge University Press.
- ALI KHAN, M. (1990). *Distributive Justice and Need Fulfillment in an Islamic Economy: A Review*, mimeo. Baltimore, MD., Johns Hopkins University.
- AOKI, M. (1989). *Information Incentive and Bargaining in the Japanese Economy*. Cambridge, Cambridge University Press.
- ARISTOTELE. *Etica Nicomachea*. Vol. 7 delle Opere a cura di A. Plebe. Bari, Laterza, 1985.
- ARISTOTELE. *Politica*. Vol. 9 delle Opere a cura di R. Laurenti. Bari, Laterza, 1986.
- ARROW, K.J. e Hahn, F.H. (1971). *General Competitive Analysis*. San Francisco, Holden-Day. Ristampa: Amsterdam, North-Holland, 1979.
- BAFFI, P. (1985). 'Via Nazionale e gli economisti stranieri, 1944-53', *Rivista di Storia Economica*, 2.
- BARKER, E. (1959). *The Political Thought of Plato and Aristotle*. New York, Dover.
- BENTHAM, J. (1789). *An Introduction to the Principles of Morals and Legislation*. London, T. Payne. Ristampa: Oxford, Blackwell, 1948.

BENTHAM, J. (1790). *Defense of Usury; Shewing the Impolicy of the Present Legal Restraints on the Terms of Pecuniary Bargains. In a Series of Letters to a Friend. To Which Is Added, a Letter to Adam Smith, Esq; LL.D.*<sup>2</sup>. London, T. Payne.

BERNAL, J.D. (1954). *Science in History*. Harmondsworth, Penguin, Vol. I.

CLARK, R. (1986). *Corporate Law*. Boston, Little, Brown.

DEBREU, G. (1959). *Theory of Value*. New York, Wiley.

DOBB, M.H. (1937). 'The Requirements of a Theory of Value', in M.H. DOBB, *Political Economy and Capitalism*. London, Routledge. Trad. it.: 'Economia politica e capitalismo'. Torino, Boringhieri, 1960.

DORE, R. (1987). *Taking Japan Seriously: A Confucian Perspective on Leading Economic Issues*. Stanford, Stanford University Press. Trad. it.: *Bisogna prendere il Giappone sul serio: saggio sulla varietà dei capitalismi*. Bologna, Il Mulino, 1990.

ELIOT, T.S. *Quattro Quartetti*. Milano, Garzanti, 1976.

FUMAGALLI, A. (1990). 'State and Market: What Rules?', Presidential Address to the Young Entrepreneurs. Capri, September 21-22.

GIOVENALE. *Le Satire*. A cura di G. Ceronetti. Torino, Einaudi, 1983.

HAHN, F.H. (1982). *Money and Inflation*. Oxford, Blackwell. Trad. it.: *Moneta e inflazione*. Milano, Il Saggiatore, 1984.



- HAHN, F.H. (1985). *Money, Growth and Stability*. Cambridge, MA., MIT Press.
- KANT, I. (1788). *Kritik der Praktischen Vernunft*. Trad. it.: *Critica della ragion pratica*. A cura di E. Garin e V. Mathieu. Bari, Laterza, 1986.
- KAUTILYA. *Kautilya's Arthasāstra*. Trad. del Dr. R. Shamastry. Mysore (India), Mysore Printing and Publishing House, 1967.
- KAY, J. (1988). 'Discussion', *Economic Policy*, April.
- KEYNES, J.M. (1930). *A Treatise on Money*. London, MacMillan. Trad. it.: *Trattato della moneta*. Milano, Feltrinelli, 1979.
- KINDLEBERGER, C.P. (1984). *A Financial History of Western Europe*. London, Allen & Unwin. Trad. it.: *Storia della finanza nell'Europa Occidentale*. Roma-Bari, Laterza, 1987.
- KING, M. e ROELL, A. (1988). 'Insider Trading', *Economic Policy*, April.
- KOOPMANS, T.C. (1957). *Three Essays on the State of Economic Science*. New York, McGraw-Hill. Trad. it.: *Tre saggi sullo stato della scienza economica*. Napoli, Liguori, 1978.
- LANDES, D.S. (1958). *Bankers and Pashas*. Cambridge, MA., Harvard University Press. Trad. it.: *Banchieri e pascià: finanza internazionale e imperialismo economico*. Torino, Bollati Boringhieri, 1990.
- LANGHOLM, O. (1984). *The Aristotelian Analysis of Usury*. Bergen, Universitetsforlaget As.
- MAIMONIDES, M. *Code of Maimonides*. Book 13. *Book of*

- Civil Laws*. Trad. dall'ebraico di J.J. Rabinowitz. New Haven, Yale University Press, 1949.
- MARX, K. (1867). *Das Kapital*. I. Band. Trad. it.: *Il Capitale* 4. Libro Primo. A cura di D. Cantimori. Roma, Editori Riuniti, 1977.
- MORISHIMA, M. (1982). *Why Has Japan 'Succeeded'?: Western Technology and Japanese Ethos*. Cambridge, Cambridge University Press. Trad. it.: *Cultura e tecnologia nel successo giapponese*. Bologna, Il Mulino, 1984.
- NAGEL, T. (1979). *Mortal Questions*. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAGEL, T. (1980). 'The Limits of Objectivity', in *Tanner Lectures on Human Values*, Vol. I, a cura di S. McMurrin. Cambridge, Cambridge University Press.
- NAQVI, S.N.H. e QADIR, A. (1986). *A Model of Dynamic Islamic Economy and the Institution of Interest*. Islamabad, Pakistan Institute of Development Economics.
- NELSON, B.N. (1949). *The Idea of Usury, from Tribal Brotherhood to Universal Otherhood*. Princeton, Princeton University Press.
- NOONAN, J.T. JR. (1974). *Scholastic Analysis of Usury*. Cambridge, MA., Harvard University Press.
- NOZICK, R. (1974). *Anarchy, State and Utopia*. New York, Basic Books. Trad. it.: *Anarchia, Stato e Utopia. I fondamenti filosofici dello 'Stato minimo'*. Firenze, Le Monnier, 1981.
- PARFIT, D. (1984). *Reasons and Persons*. Oxford, Oxford University Press.

- ROBINSON, J. (1952). *The Rate of Interest and Other Essays*. London, MacMillan.
- ROTHSCHILD, E. (1991). 'Adam Smith and Conservative Economics', di prossima pubblicazione, *The Economic History Review*.
- SEN, A.K. (1982). *Choice, Welfare and Measurement*. Oxford, Blackwell. Trad. it.: *Scelta, benessere, equità* (introduzione di S. Zamagni). Bologna, Il Mulino, 1986.
- SEN, A.K. (1983). 'Evaluator Relativity and Consequential Evaluation', *Philosophy and Public Affairs*, 12.
- SEN, A.K. (1985a). 'Well-being, Agency and Freedom: The Dewey Lectures 1984', *Journal of Philosophy*, 83.
- SEN, A.K. (1985b). 'The Moral Standing of the Market', *Social Philosophy and Policy*, 2.
- SEN, A.K. (1987). *On Ethics and Economics*. Oxford, Blackwell. Trad. it.: *Etica ed economia*. Bari, Laterza, 1988.
- SMART, J.J.C. e WILLIAMS, B.A.O. (1973). *Utilitarianism: For and Against*. Cambridge, Cambridge University Press.
- SMITH, A. (1776). *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*<sup>3</sup>. Glasgow Edition of Works and Correspondence of Adam Smith, a cura di R.H. Campbell e A.S. Skinner, Vol. 1. Oxford, Clarendon Press, 1976. Trad. it.: *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*. Milano, ISEDI, 1973.
- SPIEGEL, H.W. (1987). 'Usury', *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, Vol. 4, a cura di J. Eatwell, M. Milgate e P. Newmann. London, MacMillan.

- TAMARI, M. (1987). *With All Your Possessions: Jewish Ethics and Economic Life*. New York, Free Press.
- S. TOMMASO D'AQUINO. *La somma teologica*. Traduzione e commento a cura dei Domenicani italiani. Testo latino dell'edizione leonina. Vol. XVII: *La giustizia* (II-II, qq. 57-79). Bologna, Edizioni Studio Domenicano, 1984.
- WILLIAMS, B.A.O. (1973). 'A Critique of Utilitarianism', in Smart e Williams (1973).

EDIZIONE NON VENALE  
STAMPATA A ROMA SU CARTA DI FABRIANO  
NEL MESE DI OTTOBRE DEL MCMXCI