

BANCA D'ITALIA

Temi di discussione

del Servizio Studi

**La riscoperta del debito e delle banche:
progressi e questioni irrisolte**

di Riccardo De Bonis



Numero 279 - Ottobre 1996

Temi di discussione

del Servizio Studi

La serie "Temi di discussione" intende promuovere la circolazione, in versione provvisoria, di lavori prodotti all'interno della Banca d'Italia o presentati da economisti esterni nel corso di seminari presso l'Istituto, al fine di suscitare commenti critici e suggerimenti.

I lavori pubblicati nella serie riflettono esclusivamente le opinioni degli autori e non impegnano la responsabilità dell'Istituto.

Comitato di redazione:

MASSIMO ROCCAS, EUGENIO GAIOTTI, DANIELA MONACELLI, DANIELE TERLIZZESE, ORESTE TRISTANI; SILIA MIGLIARUCCI (segretaria).

**La riscoperta del debito e delle banche:
progressi e questioni irrisolte**

di Riccardo De Bonis

Numero 279 - Ottobre 1996

**LA RISCOPERTA DEL DEBITO E DELLE BANCHE:
PROGRESSI E QUESTIONI IRRISOLTE**

di Riccardo De Bonis (*)

Sommario

Il lavoro discute i vantaggi e gli svantaggi legati a un ruolo predominante del debito come strumento di finanziamento delle imprese e alcuni aspetti delle relazioni tra banche e industria.

Gli sviluppi teorici sottolineano che il debito e le banche possono comportare guadagni di efficienza rispetto ad altri strumenti finanziari, quali le azioni, o ai meccanismi allocativi della borsa. D'altra parte, i possibili benefici legati a relazioni più intense tra banca e industria si accompagnano alla constatazione del pericolo di effetti negativi sulla concorrenza che ne potrebbero derivare. Rimane problematica l'analisi dei vantaggi che sarebbero associati a rapporti più stretti tra banche e imprese.

Indice

1. Introduzione e principali conclusioni	p. 7
2. Struttura del capitale delle imprese, ruolo delle banche e della borsa: un confronto internazionale	p. 10
3. Da Modigliani e Miller all'ottimalità del debito	p. 14
3.1 Le difficoltà delle emissioni azionarie e la gerarchia delle fonti di finanziamento	p. 14
3.2 Intermediazione e ottimalità del debito	p. 20
4. I contratti incompleti	p. 24
4.1 Perché i contratti sono incompleti	p. 24
4.2 Contratti incompleti e trasferimento del controllo	p. 27
4.3 Alcune valutazioni. I limiti al trasferimento del controllo delle imprese	p. 33
5. Il caso degli Stati Uniti: i rapporti tra banca e industria e le critiche del Glass-Steagall Act	p. 36
6. Alcune questioni aperte	p. 44
Nota metodologica	p. 49
Tavole	p. 51
Riferimenti bibliografici	p. 64

(*) Banca d'Italia, Servizio Studi.

1. Introduzione e principali conclusioni¹

Da tempo è in atto una riscoperta delle banche e del debito. Le strutture finanziarie della Germania e del Giappone sono esaltate, spesso in maniera superficiale (anche se iniziano ad apparire le prime cautele), come le più efficaci per assicurare la crescita economica dei paesi. Sotto il profilo teorico, la letteratura sulle asimmetrie informative e il dibattito successivo al teorema di Modigliani e Miller sottolineano i vantaggi del debito e delle banche rispetto ad altri strumenti finanziari, quali le azioni, o ai meccanismi allocativi della borsa².

Un interesse nuovo per la composizione del capitale delle imprese e per la natura dell'intermediazione bancaria è derivato da motivazioni diverse: la recessione dei primi anni novanta, con le difficoltà emerse in molte nazioni nel rapporto tra intermediari e imprese; la revisione di regolamentazioni finanziarie risalenti, sia in Europa sia negli Stati Uniti, agli anni trenta; un riesame dei meccanismi di funzionamento del capitalismo, dopo il crollo dei paesi a economia pianificata dell'Est europeo. Si può parlare di una riscoperta del debito e delle banche perché il ruolo dell'intermediazione nello sviluppo economico risale almeno ai lavori di Cameron e Gerschenkron³.

¹ Questo lavoro è stato svolto durante un periodo di soggiorno presso l'università di Harvard. Ringrazio Patrizia Canziani, Francesco Caselli, Riccardo Massaro, Marcello Messori, Massimo Roccas, Carmelo Salleo, Daniele Terlizzese e il referee per i commenti ricevuti su una prima versione. Sono grato a Giuseppe Godano per le informazioni sui rapporti di partecipazione tra banche e imprese. Ringrazio Pierpaolo De Franceschis per l'aiuto nell'elaborazione delle tavole. Resta salva la mia responsabilità per le opinioni e gli errori presenti nel testo, che non impongono, in alcun modo, l'Istituto di appartenenza.

² Si vedano, ad esempio, Mayer e Alexander (1990), Stiglitz (1991), Greenwald e Stiglitz (1991).

³ Cfr. Cameron (1967), Gerschenkron (1962) e la discussione in Vicarelli (1981).

Il presente lavoro discute l'evidenza empirica del peso delle banche e del debito in alcuni paesi, utilizzando due filoni di letteratura: il dibattito sulla struttura finanziaria delle imprese e la teoria dell'intermediazione. I legami tra i due approcci sono numerosi. Ad esempio, se è vero che la principale forma di finanziamento delle imprese è il debito, il credito bancario prevale sulle obbligazioni emesse da privati nella gran parte dei paesi: il debito delle imprese corrisponde in buona misura ai prestiti erogati dalle banche. L'analisi delle forme di finanziamento dell'industria - spesso condotta a partire dal risultato di Modigliani e Miller - ha punti di contatto con l'approfondimento delle relazioni di lungo periodo che si instaurano tra imprese e banche, uno dei temi affrontati dalla letteratura sull'intermediazione. Un nesso ulteriore tra i due approcci è l'esame dei casi di perdita del controllo della proprietà delle imprese da parte dei debitori e del trasferimento del controllo ai soggetti finanziatori.

L'articolo presenta (par. 2) un confronto tra le forme di finanziamento dell'industria, il ruolo delle banche e della borsa nelle prime sei nazioni OCSE (Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Regno Unito e Italia). Di seguito (par. 3) si analizza il dibattito sulla struttura del capitale delle imprese, sulla natura dell'intermediazione e sull'ottimalità del contratto di debito. Il paragrafo 4 discute l'approccio teorico che fa uso di contratti incompleti, con riferimento particolare alla configurazione dei contratti finanziari. Nel paragrafo 5 si analizzano alcuni temi legati alle relazioni tra intermediari e sistema industriale negli Stati Uniti, riassumendo la discussione sul Glass-Steagall Act. Il paragrafo 6 sottolinea alcune delle problematiche che restano aperte.

Le principali conclusioni del lavoro possono essere riassunte in tre punti.

- 1) Esistono difficoltà per le emissioni azionarie in tutte le nazioni, anche in quelle con mercati dei capitali sviluppati. Tra le fonti esterne, il debito è la scelta principale di finanziamento delle imprese. La discussione successiva al teorema di Modigliani e Miller segnala la non equivalenza di azioni e debito; il peso dei due strumenti è influenzato nei diversi paesi da fattori molteplici, tra i quali il prevalente sembra essere quello delle caratteristiche strutturali del sistema finanziario (in particolare, prevalenza o meno delle banche). Queste caratteristiche cambiano con lentezza.
- 2) Sotto il profilo microeconomico, il debito è il contratto ottimo, sia in modelli uniperiodali, sia in schemi multiperiodali nei quali è possibile una rinegoziazione del contratto e, in particolari situazioni, un trasferimento del controllo dell'impresa, dal vecchio proprietario all'intermediario finanziatore. La prospettiva teorica dei contratti incompleti sembra tra le più promettenti per esaminare i rapporti tra intermediari e imprese. Ma l'approccio sottovaluta due aspetti: le banche sembrano puntare, nella realtà, a una diversificazione del rischio, piuttosto che alla stipula di un contratto efficiente con ogni debitore; l'esistenza in molti paesi di vincoli istituzionali che limitano la possibilità di un trasferimento del controllo dalle imprese industriali agli intermediari.
- 3) Malgrado i possibili vantaggi di una relazione più stretta tra banca e industria - ad esempio, l'attenuazione possibile di vincoli finanziari per le imprese - emerge il pericolo degli effetti negativi sulla concorrenza che ne potrebbero derivare. La gran parte delle nazioni prevede

forme di separatezza tra finanza e industria e forme di specializzazione degli intermediari che ne vincolano la composizione del portafoglio. Nel ribadire le difficoltà di individuare una struttura finanziaria ottima, la discussione statunitense sul Glass-Steagall Act mostra che le scelte regolamentari sono spesso influenzate da fattori contingenti (congiuntura economica, presenza di gruppi di pressione, volontà dei poteri pubblici di rispondere a pressioni concorrenziali esterne) piuttosto che da un'analisi, problematica, dei vantaggi in termini di benessere derivanti da determinati assetti delle relazioni tra banche e industria.

2. Struttura del capitale delle imprese, ruolo delle banche e della borsa: un confronto internazionale

Pur tenendo conto delle cautele necessarie nella comparazione dei dati, l'evidenza empirica segnala che nei maggiori paesi industriali i debiti delle imprese sono superiori al capitale proprio, sia guardando alle consistenze sia, soprattutto, esaminando i flussi dei fondi.

Considerando i dati relativi alle consistenze, in nazioni come il Giappone e l'Italia le varie forme di debito delle imprese si collocano intorno all'80 per cento del totale delle passività (tav. 1). Per la Germania il valore medio del debito è del 60 per cento, così come per la Francia. Una parziale eccezione è rappresentata dagli Stati Uniti, nei quali fino alla seconda metà degli anni ottanta la consistenza delle azioni delle imprese superava il volume del debito. La crescita successiva dei debiti, legata all'ondata di fusioni e acquisizioni, è stata oggetto di molte analisi, per i pericoli che ne potevano derivare per la tenuta del sistema

industriale e della stessa struttura finanziaria⁴. Il Regno Unito, che più si avvicina alla situazione statunitense, mostra un valore dei debiti delle imprese di poco superiore al 50 per cento del passivo di bilancio.

Se si guarda ai flussi annuali dei fondi raccolti, le imprese statunitensi attingono oltre il 70 per cento delle risorse all'autofinanziamento (tav. 2). Tra le risorse esterne, il flusso dei debiti è largamente prevalente sulle nuove emissioni azionarie. Una prevalenza dell'autofinanziamento delle imprese sulla provvista esterna si riscontra, anche se in misura minore degli Stati Uniti, in Francia e nel Regno Unito (tavv. 3 e 4). In Italia, si osserva negli ultimi anni un aumento dei flussi di fondi interni (tav. 5), mentre in Giappone prevalgono i fondi esterni (tav. 6). La composizione delle risorse esterne conferma quanto già riscontrato per gli Stati Uniti: in tutti i paesi, le emissioni azionarie contribuiscono in misura largamente minore dei debiti alla provvista dei fondi del sistema industriale⁵.

La scelta del rapporto tra capitale proprio e debito appare influenzata da numerosi fattori. In primo luogo, la struttura fiscale, con il peso relativo di imposte personali e sulle società e il trattamento dei dividendi e del debito. In secondo luogo, i meccanismi di controllo societario delle

⁴ Per una valutazione si vedano Bernanke e Campbell (1988), Shleifer e Vishny (1992).

⁵ Per conclusioni analoghe, cfr. Mayer (1988), che utilizza dati OCSE per il periodo precedente il 1985. Per altri confronti sulle strutture del capitale delle imprese, si vedano Rajan e Zingales (1994), Bianco e Massaro (1995). I confronti sono complessi per le differenze nel numero delle imprese censite nei diversi paesi, per i metodi impiegati per la definizione delle voci di bilancio, per l'uso del criterio del costo storico o dei prezzi di mercato, per la presenza o meno di dati consolidati. Un'evidenza opposta a quella dei paesi OCSE sembra riscontrarsi in alcune nazioni del Terzo Mondo, nelle quali le azioni sono prevalenti tra le fonti esterne delle imprese (cfr. "The Economist", 1995b).

imprese, quali il livello di diffusione delle azioni, la presenza o meno di istituzioni finanziarie nel capitale delle società, il grado di concentrazione della proprietà, l'esistenza di un mercato attivo delle acquisizioni⁶. In sintesi, le variabili decisive nell'influenzare le strutture finanziarie sembrano gli aspetti storici e istituzionali che hanno portato in alcune nazioni alla centralità delle banche, in altre a una maggiore importanza del mercato dei capitali. Cameron ha anticipato nelle sue ricerche l'analisi dei rapporti tra banche e industria nelle diverse nazioni e le conseguenze del peso relativo di intermediari e borsa. Gerschenkron ha sottolineato l'importanza dell'intermediazione nelle prime fasi dello sviluppo capitalistico dei paesi a industrializzazione ritardata. La rivoluzione industriale fu realizzata in Gran Bretagna senza l'utilizzazione di finanziamenti bancari per obiettivi di lungo periodo; in Germania, al contrario, le banche universali riunirono l'esperienza francese del credito mobiliare con le attività a breve termine tipiche delle banche commerciali inglesi. Nella visione di Gerschenkron, la centralità del finanziamento bancario è segnale di arretratezza: la crescita di un sistema industriale si realizza pienamente quando i mercati dei capitali si sviluppano e le imprese si basano su livelli elevati di emissioni azionarie, tali da rendere possibile l'emancipazione da relazioni privilegiate con le banche⁷. Ma è proprio l'assenza di tale evoluzione a essere oggi sotto analisi. Accanto alla prevalenza delle diverse forme di debito in tutte le strutture finanziarie, le nazioni presentano, infatti, ancora molti dei caratteri individuati da Cameron e Gerschenkron.

⁶ Per un'analisi si vedano Rajan e Zingales (1994). L'esame della struttura del capitale nei diversi contesti nazionali è spesso esteso alle informazioni disaggregate. Due temi al centro dell'analisi sono la relazione tra dimensione dell'impresa e grado di *leverage* e il rapporto tra profittabilità e debito.

⁷ Cfr. la discussione in Hellwig (1991).

- a) La capitalizzazione di borsa rispetto al PIL vede, da un lato, il Regno Unito e gli Stati Uniti con valori pari a 100 e a 64; d'altro lato, Germania e Italia hanno valori pari a 23 e a 14 (tav. 7). Indicazioni che vanno nella stessa direzione si rilevano per il peso degli scambi in rapporto al PIL. Stati Uniti e Regno Unito hanno anche il numero più alto di imprese quotate in borsa, sia in termini di consistenze (tav. 8), sia guardando alle ammissioni di nuove società (tav. 9). Tutti gli indicatori riferiti alle dimensioni delle borse nazionali vedono l'Italia in posizione di coda.
- b) Il rapporto tra debiti bancari e valore aggiunto delle imprese industriali è inferiore all'unità per Stati Uniti e Regno Unito, da una parte, e superiore all'unità per Giappone, Germania, Italia e Francia (tav. 10).
- c) Le obbligazioni emesse dalle imprese sono, rispetto al valore aggiunto, significative in Stati Uniti, Regno Unito (ma anche in Francia e Giappone), trascurabili in Italia e Germania (tav. 10).
- d) Considerando la quota di mercato delle banche sul totale dei prestiti alle imprese, essa è inferiore al 60 per cento per Stati Uniti e Gran Bretagna⁸, superiore al 70 per cento in Francia e all'80 in Germania e Italia. Gli intermediari finanziari non bancari continuano a avere un ruolo limitato in gran parte dell'Europa (tav. 11).

Si può quindi confermare la distinzione classica tra paesi con forti mercati finanziari (Stati Uniti e Regno Unito)

⁸ Il dato del Regno Unito va interpretato con attenzione perché non comprende le *building societies* che, di fatto, sono assimilabili a banche.

e nazioni con una centralità del sistema bancario (Giappone, Germania, Italia e Francia). Le eccezioni a questa classificazione (il Giappone ha fatto crescere la borsa e le emissioni di titoli da parte delle imprese; la Francia si è mossa, in minor misura, nella stessa direzione) non vanno dimenticate, ma non inficiano il quadro complessivo⁹. La centralità degli assetti istituzionali e dello sviluppo storico dei singoli paesi non vanno dimenticati quando si esaminano, come nelle pagine seguenti, le spiegazioni microeconomiche della prevalenza del debito.

3. Da Modigliani-Miller all'ottimalità del debito

3.1 Le difficoltà delle emissioni azionarie e la gerarchia delle fonti di finanziamento

La regolarità empirica della prevalenza quantitativa del debito sulle azioni contrasta con il teorema di Modigliani e Miller, secondo il quale il valore di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria, vale a dire da variabili quali il rapporto tra debito e azioni o la politica dei dividendi. La versione originale del teorema vale in assenza di tasse, costi di transazione e di bancarotta, e assumendo mercati dei capitali perfetti. Il risultato di Modigliani e Miller costituisce il punto di partenza della discussione in materia di struttura ottimale del capitale di un'impresa e dell'analisi dei vantaggi o svantaggi del contratto di debito rispetto alle altre forme di passività finanziarie.

⁹ Ciò non significa, naturalmente, che non esistano ulteriori specificità nazionali; sul tema cfr., ad esempio, Prowse (1994), Borio (1995), Bianco e Trento (1995).

Storicamente, il primo avvicinamento alla realtà è stata la considerazione dei vantaggi del debito in termini di tassazione. La deducibilità fiscale degli interessi dovrebbe comportare un patrimonio delle imprese composto al 100 per cento da debito¹⁰. La rarità di questa osservazione empirica e la presenza di un minimo di finanziamento con azioni nella gran parte delle imprese sono state inizialmente spiegate dal *trade-off* tra vantaggi fiscali del debito e aumento del rischio di fallimento (il secondo allontanamento dalle ipotesi di partenza di Modigliani e Miller). Le imprese aumenterebbero l'indebitamento fino a quando i benefici in termini di risparmi fiscali iniziano a essere controbilanciati dai costi legati al rischio di fallimento (*static trade-off theory*). Bilanciando i benefici e i costi del debito le imprese perseguirebbero un valore obiettivo per il rapporto capitale/debiti, smentendo l'affermazione di una irrilevanza della struttura del passivo.

Quali sono i costi effettivi del debito? Mentre i costi amministrativi e legali del fallimento appaiono limitati, un peso eccessivo del debito potrebbe comportare, come è intuitivo, un deterioramento della situazione finanziaria di un'impresa, limitando la capacità di investimento. Myers (1977) ha parlato a questo proposito di *debt overhang*. Un debito elevato disincentiva la raccolta di altre risorse per la realizzazione di investimenti, perché i nuovi creditori possono ritenersi non garantiti rispetto ai vecchi, anche se

¹⁰ Cfr. Modigliani e Miller (1963). Miller (1977) ha sostenuto che i vantaggi del debito sono sopravvalutati. Gli interessi passivi sono deducibili per l'impresa, ma costituiscono reddito imponibile per l'individuo. Un'impresa che, al contrario, si finanzia solo con azioni ha un reddito netto minore (perché non può dedurre gli interessi), ma i suoi proprietari sono soggetti solo all'imposta sui guadagni di capitale, in generale minore dell'imposta personale sui redditi. Miller trova così lo stesso risultato raggiunto con Modigliani nel 1958: per ogni impresa non esiste un rapporto ottimale tra debito e azioni.

l'impresa presenta iniziative con un valore netto positivo. Un alto grado di *leverage*, inoltre, comporta un incentivo degli amministratori a perseguire strategie più rischiose, perché minori sono le risorse che gli azionisti perdono in caso di fallimento (Jensen e Meckling, 1976).

I problemi derivanti da un debito ampio possono essere bilanciati da una serie di vantaggi: a) se gli amministratori detengono azioni nell'impresa, un debito maggiore aumenta il peso del loro investimento rispetto al complesso del capitale della società, determinando potenzialmente un incentivo a comportamenti più efficienti; b) il rischio di fallimento potrebbe disciplinare gli amministratori; c) un debito e un pagamento degli interessi elevati sono positivi perché limitano la possibilità degli amministratori di spendere in maniera inefficiente le risorse internamente generate dalle imprese (Jensen, 1986).

Il progresso della letteratura sui vantaggi del debito è stato segnato assumendo l'esistenza di asimmetrie informative tra i soggetti economici. Le imprese possono avere ostacoli a emettere azioni se devono segnalare la propria qualità a investitori meno informati. Si tratta del problema sottolineato da Berle e Means (1932). La divisione tra proprietà e controllo consente una migliore allocazione del rischio, ma dà luogo alle problematiche tipiche di una relazione tra agente e principale¹¹. Gli imprenditori intendono

¹¹ In questa relazione, l'agente opera per conto del principale, compiendo azioni che influenzano non solo la propria funzione di utilità, ma anche quella del principale (Ross, 1977). Nel caso di asimmetrie informative *ex ante*, il principale non conosce alcune caratteristiche degli agenti e deve selezionare i soggetti con i quali intende instaurare rapporti. L'agente dovrà cercare di segnalare le caratteristiche che lo distinguono dagli altri individui. Sia il principale sia l'agente di qualità "migliore" cercano di ridurre la possibilità di un equilibrio di *pooling*, vale a dire una situazione nella quale non è possibile distinguere i diversi agenti: il soggetto con caratteristiche migliori può correre il rischio di ricevere un trattamento inferiore a quello del soggetto di minore qualità. Nel caso di asimme-

offrire una quota delle azioni delle loro società, ma gli investitori non sono in grado di distinguere tra imprese buone e cattive (Leland e Pyle, 1977). Questa situazione può produrre un equilibrio di *pooling*, nel quale tutte le imprese emettono azioni, ma con un risultato inefficiente: i titoli delle imprese "buone" sono acquistati a prezzi relativamente bassi, mentre i titoli delle imprese cattive a prezzi relativamente alti.

Per evitare l'inefficienza di un equilibrio di *pooling*, l'impresa buona deve poter segnalare la propria qualità ai potenziali creditori. L'imprenditore può comunicare la bontà del suo progetto, al fine di ottenere debito, investendo in azioni della società parte delle sue risorse personali. L'avversione al rischio rende costoso per l'imprenditore detenere un'elevata quota delle azioni dell'impresa, perché riduce la diversificazione del suo portafoglio. Questo costo fa sì che un investimento consistente nell'impresa da parte del proprietario sia un segnale credibile delle favorevoli prospettive dell'azienda. I proprietari di imprese "buone" dovrebbero quindi non collocare le azioni sul mercato e finanziarsi soprattutto con debito.

Due critiche possono essere sollevate nei confronti di questa impostazione, nella quale la struttura del capitale di un'impresa diventa il meccanismo per segnalare al mercato la bontà dei progetti industriali. In primo luogo, l'approccio sembra applicarsi soprattutto alle piccole imprese, contraddistinte da un'identificazione tra proprietà e

trie informative *ex post*, una volta che si è instaurata una relazione contrattuale tra i due individui, il principale non è in grado di controllare le azioni dell'agente o ha informazioni imperfette sulle sue scelte. In questo contesto possono originarsi comportamenti di azzardo morale (*moral hazard*). Sui due casi di "informazione nascosta" e di "azione nascosta" cfr. Arrow (1986) e Guiso e Terlizzese (1994), parte terza. Sui costi necessari per il contatto tra settori in surplus e settori in deficit dell'economia, si vedano Benston e Smith (1976).

controllo. Una seconda critica, più rilevante, è che la struttura del capitale è un elemento troppo importante per essere utilizzata come strumento per segnalare al mercato la qualità delle iniziative degli amministratori. Questi ultimi potrebbero, ad esempio, annunciare che i loro compensi saranno ridotti nel caso di una *performance* negativa della società (anche se esiste un problema di credibilità). Vincolare la struttura del passivo di bilancio, al fine di fornire informazioni che il mercato non possiede, non appare pienamente convincente¹².

I modelli con informazione asimmetrica hanno comunque trovato un'applicazione nella teoria della gerarchia delle fonti di finanziamento: le imprese finanzierebbero gli investimenti innanzitutto con fondi interni, in secondo luogo con debito, solo in misura residuale con azioni, in conformità a quanto osservato nel paragrafo 2¹³.

La teoria della gerarchia è stata utilizzata per giustificare un apparente *puzzle* dei mercati finanziari, in particolare di quelli statunitensi: gli annunci di emissioni di azioni sono generalmente seguiti da una diminuzione del loro prezzo (al contrario, un'emissione di obbligazioni non influenza il valore delle azioni e l'ottenimento di un prestito bancario conduce a un loro rialzo¹⁴). Se gli investitori non hanno informazioni complete sulle imprese e se gli amministratori si preoccupano del valore delle azioni dei vecchi azionisti, "no news is good news". L'annuncio di nuove emissioni azionarie può essere interpretato in maniera diversa

¹² Su questo punto cfr., ad esempio, Hart (1995).

¹³ Cfr. Myers and Majluf (1984) e Myers (1984) per le fondamenta della *pecking order theory*.

¹⁴ Tra gli "event studies" sugli effetti dell'annuncio di emissioni azionarie si può ricordare Asquith e Mullins (1986). Cfr. James (1987) per gli effetti sui corsi delle erogazioni di prestiti.

dagli investitori. Un'impresa emette azioni per finanziare investimenti profittevoli, o perché gli amministratori ritengono che il valore dell'impresa in borsa sia sopravvalutato, o perché la società non è in grado di indebitarsi? Se la seconda o la terza interpretazione prevalgono, l'annuncio dell'emissione di azioni darà luogo a una diminuzione del loro prezzo. Emettere azioni comporta così un costo, perché svantaggia i vecchi azionisti. Per evitare questo costo, l'impresa farà affidamento soprattutto sui fondi interni e non realizzerà investimenti profittevoli se l'emissione di azioni è indispensabile per il loro finanziamento.

Le verifiche empiriche della "teoria della gerarchia" hanno dato luogo a un dibattito vasto, diretto soprattutto a stabilirne la superiorità rispetto alla *static trade-off theory*¹⁵. Astraendo dalle difficoltà di testabilità delle due teorie, si può ripetere che non appare chiaro perché le imprese debbano usare la struttura del capitale per inviare informazioni agli investitori (non emettere azioni è un segnale positivo). Inoltre, una quota minima di azioni viene emessa in tutti i paesi. Una gerarchia tra le fonti di finanziamento delle imprese esiste, ma c'è probabilmente un limite, difficile da stabilire empiricamente, al di là del quale il peso del debito può risultare difficilmente sostenibile.

Il rapporto tra le diverse fonti di finanziamento dell'industria sembra inoltre influenzato dall'andamento macroeconomico. In periodi di congiuntura economica negativa, nei quali i profitti sono bassi e le emissioni azionarie difficili perché il mercato non intravede la ripresa positiva

¹⁵ Si vedano Shyam-Sunder and Myers (1993), Loughran e Ritter (1993), Cheng (1994).

del ciclo, le imprese sono costrette a aumentare l'indebitamento, conseguendo vantaggi fiscali. Un peso eccessivo del debito, legato al *debt overhang*, e segnali di ripresa del ciclo possono favorire nuove emissioni azionarie, consentendo alle imprese di diminuire il grado di *leverage*. In definitiva, "teoria della gerarchia" e *static trade-off theory* potrebbero essere compatibili, anche se le imprese non perseguono un obiettivo fisso del rapporto debito/azioni, ma lo variano al mutare della congiuntura¹⁶.

Dopo quasi quaranta anni di discussioni sul teorema di Modigliani e Miller, un elemento comune sembra comunque emerso: la difficoltà delle imprese a emettere azioni e la maggiore facilità o disponibilità a scegliere le varie forme di debito, anche in paesi con mercati dei capitali sviluppati.

3.2 Intermediazione e ottimalità del debito

Accanto alle difficoltà delle emissioni azionarie in tutti i paesi, resta aperta la questione di perché si sviluppi l'intermediazione. Il risultato iniziale di Leland e Pyle (1977) - l'imprenditore acquista azioni della propria impresa - dà luogo a un *second best*, perché la diversificazione del portafoglio che si realizza è diversa da quella che si sarebbe osservata se l'imprenditore non avesse dovuto segnalare al mercato la bontà del suo progetto. Un intermediario che offra credito può dare luogo alla scomparsa del costo che le imprese devono sopportare per evitare di entrare a far parte di un equilibrio di *pooling*.

¹⁶ Applicando questa tesi all'Italia, i cicli negativi degli anni settanta avrebbero costretto le imprese a indebitarsi, rendendo la struttura del passivo eccessivamente sbilanciata. Durante la fase espansiva degli anni ottanta, le imprese hanno riequilibrato, in parte, la struttura patrimoniale. Per una sintesi cfr. Onado (1994).

Anche se già Leland e Pyle osservano che la presenza di economie di scala è il prerequisito per lo svolgimento di un'attività di produzione di strumenti finanziari da parte di un'istituzione specializzata, è soprattutto Diamond (1984) che approfondisce i vantaggi dell'intermediazione rispetto alla raccolta diretta di fondi sul mercato da parte delle imprese¹⁷. Diamond conclude che all'aumentare dei progetti finanziati o se l'intermediario è organizzato come una coalizione di agenti (consentendo una ripartizione del rischio al suo interno), l'intermediazione comporta un costo minore rispetto ai casi di contatto diretto tra finanziatori e imprese. Il costo della delega - controllare il comportamento degli imprenditori - che i singoli individui assegnano all'intermediario diminuisce quando la sua diversificazione cresce. All'aumentare del numero delle imprese - e se i rendimenti dei progetti sono indipendenti - Diamond mostra che la probabilità di fallimento dell'intermediario tende a zero. L'intermediario riduce i costi di osservazione delle imprese che sarebbero sopportati da produttori di informazioni indipendenti (ad esempio *brokers*)¹⁸. Questa visione riconferma nella diversificazione del portafoglio una delle caratteristiche tradizionalmente individuate per la sostenibilità dell'intermediazione, insieme

¹⁷ Diamond (1984) considera tre possibili relazioni tra finanziatori e imprenditori. Nel primo caso, singoli soggetti finanziano i progetti industriali, senza "monitorare" le imprese, ma utilizzando un contratto di debito: esso prevede una penalità non pecuniaria in caso di fallimento dell'impresa (si può pensare alla perdita di reputazione per l'imprenditore o ai costi amministrativi della procedura di fallimento). In un secondo caso, i finanziatori provvedono al monitoraggio diretto degli imprenditori, sostenendo un costo. Nel terzo caso, il controllo delle imprese viene svolto da un intermediario che, insieme a questo costo, deve considerare le penalità non pecuniarie in caso di suo fallimento. Se il costo della delega all'intermediario (terzo caso) è minore delle penalità non pecuniarie (primo caso) o del costo del controllo diretto degli imprenditori da parte degli investitori (secondo caso), la terza soluzione, il *delegated monitoring*, è quella ottima.

¹⁸ Ramakrishnan e Thakor (1984).

alla necessità di una correlazione imperfetta dei risultati degli investimenti finanziati.

Sia Leland e Pyle (1977) sia Diamond (1984) assumono il debito come un dato, discutendone la superiorità nei confronti di altre forme di finanziamento delle imprese. Una spiegazione endogena dell'ottimalità del debito, quando gli agenti hanno asimmetrie informative *ex post*, è stata fornita da diversi modelli, il cui elemento comune è il costo di verifica della situazione dell'impresa da parte di un intermediario (o di un astratto creditore) che l'ha in precedenza finanziata¹⁹.

Si consideri il caso di una banca che finanzia l'impresa al tempo zero; i fondi sono utilizzati per un investimento. Al tempo 1 l'imprenditore osserverà il risultato della sua iniziativa. Il creditore può osservare i guadagni dell'impresa solo sopportando un costo. Per conseguire un risparmio sui costi di osservazione, la banca non intende controllare in tutti i casi i risultati economici del debitore. Se l'impresa è in grado di far fronte regolarmente ai propri impegni verso l'intermediario, questi non ha interesse a osservare il livello preciso dei guadagni dell'imprenditore. Ma questo è vero solo se il contratto è *incentive compatible*, vale a dire, in questo caso, se non determina un incentivo per l'imprenditore a comunicare informazioni false. Il contratto ottimo è il contratto standard di debito: un pagamento costante da parte dell'impresa - quando essa è in grado di far fronte all'onere del finanziamento - indipendente dai suoi guadagni effettivi. Il contratto di debito è *incentive compatible* se due condizioni valgono:

¹⁹ Cfr. Gale e Hellwig (1985). La soluzione era in effetti stata adombrata da Diamond (1984, cfr. la nota 17).

- a) l'imprenditore deve pagare una costante in tutti i casi in cui l'intermediario non osserva lo stato di natura (perché l'impresa è in grado di far fronte al servizio del debito). Se l'imprenditore non fosse soggetto al pagamento di una quota fissa, bensì al pagamento di una somma legata ai profitti realizzati, avrebbe un incentivo, qualsiasi fosse il profitto, a comunicare al finanziatore un ricavo inferiore a quello effettivamente ottenuto;
- b) il ricavo per l'intermediario deve coprire almeno il costo dell'osservazione nell'eventualità di fallimento, quando l'impresa non è in grado di ripagare il debito e il creditore è costretto a osservare la reale condizione del debitore, recuperando quanto più è in grado di fare²⁰.

Alcune critiche sono state sollevate nei confronti di questa letteratura (si veda, ad esempio, Hart, 1995). In primo luogo, anche questi modelli sembrano applicarsi soprattutto a imprese dove l'imprenditore detiene anche la proprietà, mentre più difficile sembra l'estensione al caso delle *public companies*, caratterizzate da strutture del capitale più complesse e da un grado di interazione più articolato tra creditori e amministratori. In secondo luogo, si assume che l'imprenditore e il creditore siano neutrali al rischio, mentre un'ipotesi più realistica è quella di soggetti avversi al rischio. In terzo luogo, e questo è il punto più importante, si tratta di schemi uniperiodali, mentre le

²⁰ Le due assunzioni sono indicate, rispettivamente, come *incentive* e *feasibility constraint*. L'ottimalità del contratto di debito è stata dimostrata in diversi contesti: sia se la scelta dell'intermediario di monitorare l'impresa è assunta *ex ante* (come in Diamond, 1984), sia se dipende dallo stato di natura osservato, come in Gale e Hellwig (1985). L'approccio è stato anche usato per studiare il razionamento del credito: se il costo del monitoraggio, e la probabilità di doverlo esercitare, aumentano al crescere dei tassi di interesse, imprese disposte a indebitarsi a costi più elevati non otterranno il credito (Williamson, 1987).

relazioni di debito sono spesso di lungo periodo e comportano variazioni nei rapporti di forza e nei comportamenti dell'intermediario e dell'impresa. La portata di queste critiche, soprattutto della terza osservazione, spiega perché i modelli riassunti sembrano essere entrati in una fase di rendimenti decrescenti e la maggiore diffusione dell'impostazione che sarà descritta di seguito.

4. I contratti incompleti

4.1 Perché i contratti sono incompleti

Un filone di ricerca legato alla teoria dell'agenzia, ma per altri versi autonomo, è rappresentato dall'approccio dei contratti incompleti²¹. Nelle relazioni tra agente e principale si esaminano, come si è visto, casi di asimmetrie informative tra gli individui. Il punto rilevante di questa letteratura è che quando il contratto viene scritto non vi sono costi di transazione che vincolano la sua stesura o impediscono la considerazione di alcuni stati di natura. Nel caso di asimmetrie *ex post*, ad esempio, il finanziatore concepisce solo due casi: il pagamento di una costante da parte del debitore quando non c'è *monitoring*, l'ispezione quando si verifica l'insolvenza dell'impresa. I contratti sono "inclusivi", nel senso che specificano tutte le obbligazioni delle parti negli stati di natura prevedibili. Si tratta di contratti che rappresentano un avvicinamento alla realtà rispetto alle assunzioni di Arrow e Debreu²². Ma il contratto

²¹ Il paradigma è stato utilizzato, tra l'altro, per elaborare una teoria dei diritti di proprietà. Il controllo viene definito come il diritto di decidere su aspetti residuali che non sono specificati nel contratto, un'assunzione che è alla base dei modelli che saranno descritti. Cfr. Hart e Holmstrom (1987) e i saggi apparsi in "L'industria" (1995) per una sintesi.

²² Nel modello di Arrow e Debreu l'assunto di mercati completi, e la loro apertura solo nel primo e unico periodo di contatto tra gli agenti, eliminano all'origine problemi di stesura e conferma dei contratti che

non sarà rivisto se il futuro smentisce le previsioni degli agenti. Più precisamente, non si può parlare di eventi imprevedibili. Gli individui hanno previsione perfetta: un evento la cui osservazione fosse stata considerata possibile avrebbe comportato una clausola *ad hoc* incorporata dall'inizio nel contratto. Non c'è quindi spazio per una rinegoziazione tra le parti. Gli agenti rispetteranno il contratto perché conoscono precisamente quali penalità dovranno pagare in caso di non ottemperanza.

In realtà questi contratti inclusivi non possono essere scritti. I contratti normalmente stipulati sono incompleti, vale a dire non sono in grado di considerare tutti i casi possibili e implicano la possibilità di rinegoziare le condizioni in momenti successivi all'iniziale. L'incompletezza dei contratti deriva dalla presenza di costi di transazione, che possono essere di tre tipi²³.

In primo luogo, esistono costi legati alla possibilità di ipotizzare tutte le eventualità che possono influenzare un contratto. Gli individui non sono in grado di considerare un numero elevato di stati di natura, né l'azione ottimale corrispondente a ognuno di essi. Le eventualità inserite nel contratto saranno quindi circoscritte. In secondo luogo, anche ipotizzando l'esistenza di individui razionali o l'assenza di difficoltà di calcolo, esistono costi di negoziazione. Può essere difficile raggiungere un accordo sugli stati di natura

gli agenti sottoscrivono. Volendo trovare una definizione per i contratti *state contingent*, si potrebbe parlare di contratti completi, vale a dire che specificano i doveri delle parti contraenti in ogni eventualità concepibile. Sulle ipotesi del modello di Arrow e Debreu si vedano, ad esempio, i saggi raccolti in Hahn (1984).

²³ Definiti come le risorse necessarie per far funzionare il sistema economico, o come i costi per controllare lo svolgimento di compiti all'interno di una relazione tra soggetti o in diverse strutture istituzionali (ad esempio, l'impresa). Cfr. Williamson (1985) e Al-Najjar (1995).

concepibili o ci possono essere difficoltà di comunicazione tra le parti: molti aspetti del contratto non saranno specificati. In terzo luogo, esistono costi legati alla possibilità di far rispettare il contratto: anche se la comunicazione tra le parti fosse possibile facilmente, può essere difficile far decidere da un tribunale che una delle due parti deve uniformarsi a una clausola del contratto. Tale clausola, pertanto, non sarà inserita. I contratti incompleti sono scritti tra agenti che hanno informazioni simmetriche, ma che non possono comunicarle a esterni. L'incompletezza deriva dal fatto che stati di natura e azioni degli agenti sono osservabili dalle parti, ma non verificabili da esterni, rendendo impossibile l'intervento di un tribunale. Come è stato osservato "Contractual disputes and ambiguities are more often settled by private ordering than by appeal to the courts"²⁴.

I contratti incompleti possono essere rinegoziati a date future. La rinegoziazione è efficiente perché consente di tener conto di fatti verificatisi dopo la stesura del contratto. Ma la rinegoziazione implica costi, influenzati dal potere rispettivo di contrattazione delle parti. Il fallimento della rinegoziazione è grave se le due parti sono legate da un investimento comportante costi irrecuperabili. Abbandonare l'altro soggetto e scegliere un altro contraente è allora costoso. Investimenti specifici realizzati dalle due parti nel corso della relazione causeranno l'emergere di un maggiore potere di contrattazione di una delle due parti *ex post*. Il pericolo di trovarsi in una situazione di forte dipendenza dall'altra parte può causare uno scarso impegno a investire *ex*

²⁴ Williamson (1985), p. 10. Come sintetizzato in Arrow (1974): "a) contracts are not enforceable without cost and forward contracts are more costly to enforce than contemporaneous contracts; b) because of the many uncertainties about the future, neither buyers nor sellers are willing to make commitments which completely define their future actions". In Myers 1977, p. 158, si trova forse per la prima volta la definizione di contratti "observable but not verifiable".

ante risorse in una relazione con un'unica parte contraente. Anche se efficiente in astratto, la specializzazione può non essere perseguita, perché legarsi troppo all'altra parte è costoso, implicando la difficoltà di rinegoziare a uno stadio successivo²⁵.

4.2 Contratti incompleti e trasferimento del controllo

Modelli con contratti incompleti sono stati utilizzati per spiegare le caratteristiche dei contratti finanziari. Un elemento comune è il nesso tra utilizzo del debito e trasferimento del controllo delle imprese.

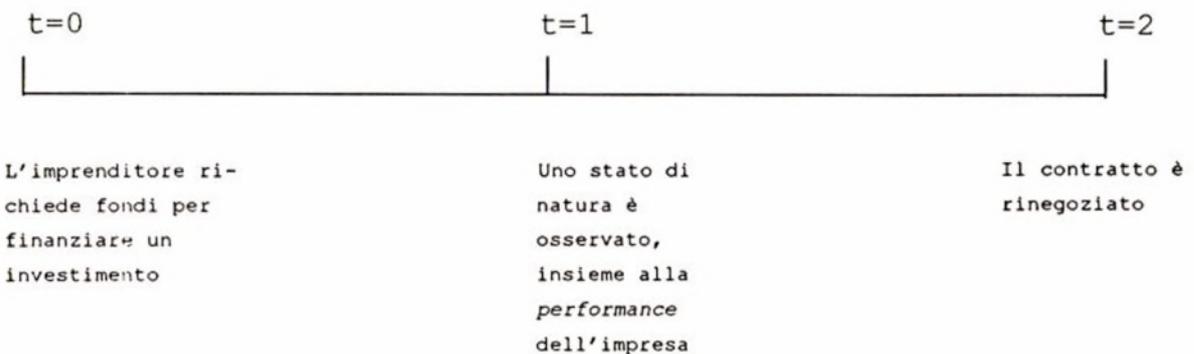
Aghion e Bolton (1992) considerano un modello con tre periodi e due individui, l'imprenditore e l'investitore (o intermediario)²⁶. Nel periodo zero l'imprenditore sceglie un progetto. L'imprenditore non possiede risorse per l'investimento, che viene dunque finanziato dall'investitore. L'utilità dell'imprenditore dipende da un rendimento monetario, verificabile, e da un rendimento non monetario, non verificabile: si può pensare, ad esempio, al beneficio derivante all'imprenditore dal mantenere il controllo della

²⁵ Williamson (1985) ha riassunto questa situazione nell'espressione "trasformazione fondamentale". *Ex ante*, quando la relazione nasce e il contratto viene stipulato - si pensi, ad esempio, a un rapporto di finanziamento tra un'impresa e un intermediario - gli agenti si trovano in un contesto di concorrenza perfetta, potendosi rivolgere anche ad altri soggetti per realizzare una transazione. Ma *ex post*, quando sono stati realizzati investimenti specifici - ad esempio, l'impresa ha costruito degli impianti in una determinata area geografica - possono prevalere forme di concorrenza imperfetta, perché una delle due parti può avere acquisito un potere di mercato, mentre per l'altra può essere difficile rivolgersi ad altri contraenti. "Trasformazioni fondamentali" possono essere comuni nelle relazioni tra banche e imprese (per alcune analisi si veda il par. 4).

²⁶ In questo paragrafo le espressioni "investitore", "creditore", "intermediario" sono usate come sinonimi.

sua famiglia sull'impresa. L'utilità dell'investitore dipende solo dal guadagno monetario (il tasso di interesse applicato). Il benessere complessivo delle due parti, legato alla realizzazione del progetto, è pari alla somma dei profitti monetari e dell'utilità che i soggetti derivano dal controllo dell'impresa.

Il modello di Aghion e Bolton



Nel periodo 1, si osserva uno stato di natura, insieme a un segnale (ad esempio, i risultati reddituali dell'impresa). In un mondo di contratti incompleti, non è possibile prevedere *ex ante* tutti gli stati di natura: il contratto non può essere *state-contingent*. Solo *ex post*, all'inizio del periodo 2, le parti possono identificare quale stato di natura è stato osservato e rinegoziare il contratto iniziale.

Tra i due agenti esiste un conflitto di interesse. L'imprenditore può compiere azioni che, avendo l'obiettivo di mantenere il controllo sull'impresa, potrebbero deprimere i profitti monetari dell'investimento. Il conflitto di interesse non può essere risolto *ex ante* attraverso la stesura di un contratto. Lo strumento utilizzato sarà l'allocazione del controllo. Ad esempio, l'investitore può acquisire il

controllo dell'impresa al fine di eliminare comportamenti dell'imprenditore che conducono alla riduzione del profitto totale. L'assegnazione del controllo dipenderà dalle caratteristiche dei rendimenti monetari e non monetari del progetto. Aghion e Bolton considerano due possibilità.

- a) Il controllo viene assegnato all'imprenditore; si può così raggiungere un risultato di *first best* (l'imprenditore è più bravo del creditore nella realizzazione dell'investimento), corrispondente alla massimizzazione del surplus complessivo che gli agenti si dividono. Il surplus sarà diviso in maniera tale da assicurare all'investitore un saggio di rendimento sufficiente a remunerare il suo investimento. D'altra parte, l'investitore può non ricevere il rendimento desiderato dall'investimento, perché l'imprenditore è in grado di appropriarsi di una frazione elevata del rendimento del progetto, senza essere sanzionato da un tribunale; in questo caso, l'allocazione del controllo all'imprenditore è inefficiente.

- b) In un secondo caso, il controllo viene attribuito all'investitore. Il surplus complessivo sarà inferiore. L'investitore, infatti, massimizza solo il profitto monetario, non essendo interessato al rendimento non monetario dell'iniziativa. Ma pur essendo il risultato complessivo più basso, la remunerazione dell'investitore è più elevata. Il conflitto di interesse viene risolto assegnando il controllo dell'impresa all'investitore: non si raggiunge il *first best*, ma il finanziatore è garantito contro il comportamento opportunistico dell'imprenditore. Il caso si presta a un'immediata intuizione empirica: si pensi a un intermediario che per garantire il rendimento del proprio finanziamento

sottragga il controllo dell'impresa a un imprenditore ritenuto responsabile di perseguire solo la difesa della proprietà familiare. La remunerazione dell'intermediario sarà assicurata, ma il benessere complessivo derivante dal progetto è inferiore, perché l'imprenditore è più efficiente dell'investitore nella gestione dell'impresa²⁷.

Nella visione di Aghion e Bolton, il contratto di debito implica la possibilità di trasferimento del controllo. Quest'ultimo può verificarsi non solo quando il debitore è insolvente, ma anche quando si osservano casi diversi dal fallimento (ad esempio, profitti insufficienti dell'investitore). In questa concezione, i contratti finanziari - ad esempio, le azioni con diritto di voto, quelle privilegiate o il *venture capital* - hanno l'obiettivo di allocare efficientemente i diritti residuali di controllo, piuttosto che rispondere a esigenze di finanziamento delle imprese o di ripartizione dei rischi da parte degli individui.

Altri contributi hanno analizzato le conseguenze di contratti incompleti per la configurazione dei contratti finanziari. Anche Bolton e Scharfstein (1990) assumono che i profitti di un'impresa non siano osservabili da parti esterne, rendendo impossibile la scrittura di contratti *state-contingent*. In un modello con due periodi, un'impresa riceve fondi dall'investitore anche nel secondo periodo solo se nel primo ha comunicato i suoi profitti in maniera veritiera, o comunque tale da assicurare una remunerazione soddisfacente

²⁷ Aghion e Bolton (1992) analizzano anche un terzo caso, in verità irrealistico, nel quale il controllo è allocato in maniera stocastica, dipendente dallo stato di natura che si osserva alla fine del periodo 1. L'imprenditore avrà il controllo in tutti i casi in cui si verificano stati di natura che contribuiscono a profitti molto elevati dell'impresa: i profitti sono così elevati da poter giudicare poco determinante il contributo di chi detiene la proprietà. Al contrario, quando si verificano stati di natura sfavorevoli (di qui l'assegnazione stocastica del controllo), il controllo stesso dovrebbe essere di pertinenza dell'investitore.

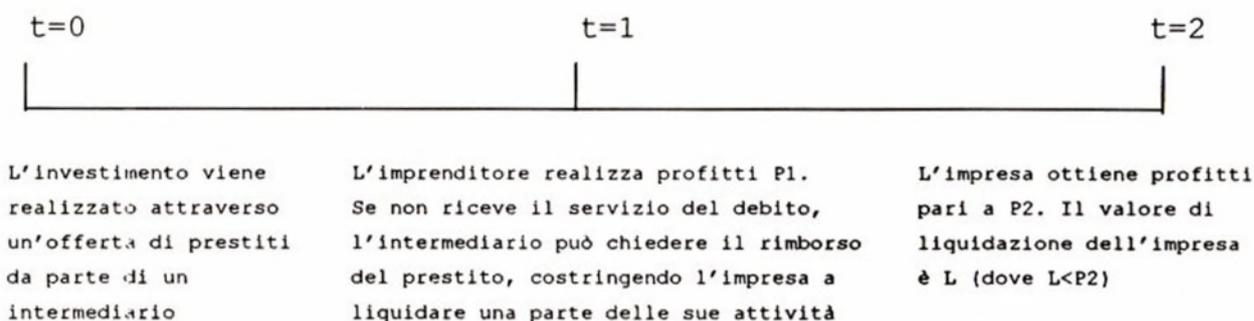
del finanziatore. I creditori impongono vincoli finanziari all'impresa per incentivare comportamenti efficienti: i fondi vengono "tagliati" se nel primo periodo i manager hanno usato i finanziamenti per massimizzare la propria utilità, sfavorendo gli investitori. Nel contratto ottimo, l'investitore si astiene dal rifinanziamento se i profitti dell'impresa sono bassi, rifinanzia la società se sono elevati. Un esempio del comportamento descritto può essere fornito dall'offerta di fondi a breve termine da parte delle banche: il finanziamento sarà riconfermato solo se l'impresa consegue determinati risultati economici.

Oltre che dalla minaccia di un taglio del credito, l'incentivo a un comportamento più efficiente dell'imprenditore può essere rappresentato dalla minaccia di liquidazione (Hart e Moore, 1989). Si suppone che alla data zero sia realizzato un investimento (di costo C), i cui rendimenti (indicati con P_1 e P_2) vengono ottenuti nei periodi 1 e 2. L'investimento ha un valore netto positivo - i suoi rendimenti sono più elevati del suo costo ($P_1 + P_2 > C$) - ma l'imprenditore può impossessarsi completamente dei profitti. Il valore di liquidazione dell'impresa è L .

Il problema dell'investitore è assicurarsi una quota dei rendimenti. Questo obiettivo è raggiunto attraverso la minaccia di liquidare parte degli investimenti dell'impresa nel primo periodo. Il contratto ottimale è, ancora una volta, quello di debito: se nel primo periodo l'imprenditore si appropria in misura completa dei rendimenti dell'investimento, il creditore ha il diritto di liquidare una quota (q) delle attività dell'impresa (o comunque di sottrarre il controllo all'imprenditore), rinegoziando le condizioni del contratto. La liquidazione non è efficiente da un punto di vista di benessere sociale complessivo, perché il valore delle attività vendute nel periodo 1 è minore dei rendimenti che sarebbero

prodotti nel periodo 2 (si assume che : $(1 - q) L < P_2$) : ma per l'intermediario c'è il rischio che l'imprenditore possa appropriarsi di tutti i profitti al tempo $t=2$. D'altro canto, la minaccia di liquidazione "funziona", perchè nel secondo periodo il rendimento del progetto è maggiore del suo valore di liquidazione ($L < P_2$), rendendo conveniente per l'imprenditore la gestione dell'azienda fino al periodo 2 e incentivandolo a onorare il servizio del debito nei confronti dell'intermediario nel periodo 1.

Il modello di Hart e Moore



La minaccia di liquidazione consente di discutere i benefici e i costi del debito a breve e a lungo termine. Il credito a breve costringe l'impresa a realizzare investimenti immediatamente remunerativi ed elimina la possibilità di continuare a perseguire iniziative con un valore netto attuale negativo: se l'impresa non è in grado di produrre immediatamente profitti, non potrà contare sul rinnovo automatico del prestito e dovrà eventualmente rivolgersi al mercato dei capitali. Il credito a breve, attribuendo un forte potere al creditore, può condurre a liquidazioni affrettate. Ma anche il debito a lungo termine esercita una disciplina, perché un suo elevato ammontare impedisce la raccolta di altri finanziamenti (a causa del *debt overhang*; cfr. par. 3.1).

Assumendo che il creditore possa essere garantito solo dal valore di liquidazione delle attività delle imprese - non dai loro profitti - il credito erogato dovrà essere a breve termine se le attività hanno un valore di realizzo immediato, a lungo termine se l'impresa mantiene un valore anche in futuro²⁸.

4.3 Alcune valutazioni. I limiti al trasferimento alle banche del controllo delle imprese

I contributi che si basano sull'ipotesi di contratti incompleti si pongono obiettivi più ambiziosi rispetto ai modelli con asimmetrie informative. L'ottimalità del debito emerge in contesti nuovi che comprendono la possibilità di rinegoziare il contratto, di trasferire il controllo dell'impresa, di ristrutturarla o di liquidarla. Il debito riappare come uno strumento di disciplina delle imprese²⁹. I manager potrebbero perseguire politiche di pura crescita dimensionale e opporsi alla liquidazione di imprese inefficienti. Il debito costringe l'impresa a essere profittevole, ma può indurre fallimenti legati a scelte "troppo severe" dei creditori. Un risultato comune agli schemi analitici che fanno uso di contratti incompleti è che la rinegoziazione di un contratto può essere ottima *ex post* - perché consente guadagni per entrambe le parti - ma è inefficiente *ex ante*: se le condizioni del finanziamento

²⁸ Cfr. Hart e Moore (1994) per questa giustificazione della durata del contratto di debito, che confermerebbe la vecchia prescrizione secondo la quale i prestiti a breve termine finanziano il capitale d'esercizio, i prestiti a lungo termine il capitale fisso delle imprese. Sulla relazione tra valore delle attività di un'impresa e debito, influenzata dalla presenza di un mercato nel quale le imprese possano essere effettivamente liquidate, cfr. Shleifer e Vishny (1992).

²⁹ Jensen (1986, 1989) è il maggiore sostenitore di questa tesi. Si veda pure Hart (1993).

possono essere rinegoziate, possono derivarne incentivi per comportamenti negativi da parte degli imprenditori³⁰.

I modelli con contratti incompleti assegnano un forte potere all'imprenditore (che può appropriarsi completamente dei profitti) e ipotizzano che i soggetti conoscano il valore di liquidazione dell'impresa, i suoi ricavi, e la relazione tra le due variabili. Gli assunti ricordati sono necessari per fornire una spiegazione endogena di perché il debito emerga come soluzione efficiente, piuttosto di assumerlo come un dato e discuterne vantaggi e svantaggi rispetto alle azioni³¹. Nel derivare l'ottimalità del debito, si discute in misura marginale perché le imprese emettano anche una quota di azioni.

L'ipotesi di profitti "osservabili dalle parti, ma non verificabili da esterni", coglie degli elementi della realtà, ma sembra difficile da generalizzare. Buona parte delle relazioni economiche sembra reggersi sulla minaccia di un ricorso al tribunale. Appare inoltre difficile pensare che la proprietà delle imprese sia un elemento endogeno, variabile sulla base della configurazione dei contratti finanziari; in ogni periodo di tempo, solo una quota contenuta delle imprese subisce trasferimenti del controllo. Come è stato notato, gli schemi analitici che fanno uso di contratti incompleti "explain ownership patterns for a particular transaction but not the permanence or stability of that pattern, which marks the modern corporation"³².

³⁰ Per una sintesi di queste problematiche si rimanda a Aghion e Bolton (1989), Bolton (1990), Aghion, Dewatripont e Rey (1990).

³¹ Come in Myers (1977) e Myers e Majluf (1984).

³² Kreps (1990), p. 98. Kreps conferma la sua visione nella quale meccanismi di reputazione sono la variabile chiave che riduce lo spazio per comportamenti opportunistici quando i contratti sono incompleti.

I modelli assegnano al creditore una razionalità elevata ed enfatizzano la funzione di controllo, piuttosto che quella creditizia, degli intermediari. Al contrario, le banche hanno come prerequisito principale la diversificazione del rischio (come in Diamond, 1984), piuttosto che l'ottimizzazione dei rapporti singoli di finanziamento e di interazione strategica con le imprese. Anche se ciò può comportare un ricorso tradizionale alle richieste di garanzie per l'erogazione dei prestiti o inefficienze delle procedure di liquidazione quando insorgono difficoltà nel rimborso del debito, le relazioni tra intermediari e imprese non si basano, di norma, sul ricorso alla minaccia di un cambiamento del controllo come strumento per ottenere il rimborso dei prestiti.

Soprattutto, trasferimenti del controllo delle imprese, quali quelli ipotizzati nei modelli riassunti, non sono automatici in molti contesti nazionali. La gran parte dei paesi pone vincoli alle partecipazioni che le istituzioni finanziarie possono assumere nell'industria, limitando allo stesso tempo il passaggio del controllo da un'impresa a una banca. Secondo un'indagine del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, condotta su un campione di 114 nazioni, il 77 per cento dei paesi ha in vigore misure di separazione tra banca e industria (tav. 12). Anche le regolamentazioni dei rapporti tra *commercial* e *investment banking* e tra attività in titoli e attività bancaria - presenti, rispettivamente, nel 25 per cento e nel 54 per cento dei casi - vincolano i rapporti tra finanza e industria.

In Italia la regolamentazione ha di recente esteso le possibilità per le banche di assumere partecipazioni industriali; ma il raggiungimento delle quote più elevate di

partecipazione è limitato agli intermediari che non raccolgono depositi a vista presso il pubblico (tav. 13). Il conseguimento del controllo delle imprese è limitato a un numero ristretto di banche, sulla base di vincoli stringenti di patrimonializzazione³³. Forme di regolamentazione di questo tipo si ritrovano in buona parte dei principali paesi OCSE, ma sono spesso in discussione. Gli Stati Uniti, ad esempio, registrano un ripensamento dei rapporti tra banche e imprese.

5. Il caso degli Stati Uniti: i rapporti tra banca e industria e le critiche del Glass-Steagall Act

Negli Stati Uniti una vasta letteratura e orientamenti di *policy* si sono mossi nella direzione di un rafforzamento del ruolo delle banche nella proprietà delle imprese e, in generale, dei legami tra le due istituzioni. Motivazioni diverse hanno contribuito al diffondersi di queste posizioni.

In primo luogo, una maggiore sfiducia, rispetto al passato, nei meccanismi allocativi della borsa, anche alla luce delle verifiche empiriche che hanno indebolito l'*efficient market hypothesis*³⁴. Nelle posizioni più estreme è stato affermato che "the stock market is ... perhaps more a gambling casino than a venue in which funds are being raised to finance new ventures"³⁵. Più in generale, gli strumenti tradizionali di controllo delle imprese - da parte

³³ Per alcune considerazioni si veda Ciocca (1994). La seconda direttiva comunitaria di coordinamento bancario prevede che le partecipazioni di una banca in un'impresa industriale non possono superare il 15 per cento del patrimonio della banca; il totale delle partecipazioni industriali non può superare il 60 per cento del patrimonio. La direttiva non contiene disposizioni sul controllo delle imprese.

³⁴ A Fama (1970) si deve la sistematizzazione moderna del tema. Si vedano Campbell, Lo e Mac Kinlay (1994) per una discussione dei diversi studi.

³⁵ Stiglitz (1993), pag. 21.

dell'assemblea degli azionisti, o attraverso meccanismi classici di controllo interno o acquisizioni esterne - sono stati considerati meno soddisfacenti dei risultati che possono assicurare gli intermediari. Molti contributi concordano sulla conclusione che le banche allocano le risorse meglio della borsa, perché risolvono più efficientemente problemi di asimmetrie informative e permettono di affrontare questioni di governo societario delle imprese³⁶.

In secondo luogo, la necessità di un sostegno maggiore delle banche all'industria è stata sostenuta durante la recessione che ha colpito gli Stati Uniti a cavallo tra gli anni ottanta e novanta. La situazione di crisi delle imprese ha spinto a interrogarsi sull'esistenza di un canale creditizio per la trasmissione della politica monetaria, accanto a quello tradizionale, che agisce attraverso le passività bancarie³⁷.

In terzo luogo, una maggiore influenza del modello della banca universale e mista ha messo in discussione riflessioni teoriche e assetti istituzionali consolidati³⁸. Gli Stati Uniti si sono tradizionalmente caratterizzati per una separatezza tra banca e industria e una specializzazione dell'attività degli intermediari (tav. 13). La forte attenzione per i modelli di intermediazione giapponese e tedesco è derivato, tra l'altro, dalle evidenze empiriche che proverebbero l'esistenza di imprese con vincoli finanziari, in contrasto con il teorema di Modigliani e Miller. Se questo fosse valido, una decisione reale, quale l'investimento,

³⁶ Per una sintesi, cfr. Stiglitz (1985).

³⁷ Una disamina, anche parziale, del canale creditizio avrebbe comportato una trattazione *ad hoc*. Sul tema si rimanda a Kashyap e Stein (1993).

³⁸ I contributi sulla banca universale si sono moltiplicati di recente; cfr., ad esempio, Kregel (1992), Benston (1994), Gorton (1994).

dovrebbe essere indipendente da fattori finanziari, come l'autofinanziamento o i debiti. Se, invece, le due fonti di fondi non sono perfettamente sostituibili - perché, ad esempio, alcune imprese non hanno accesso a risorse esterne - ne deriva un effetto sugli investimenti. Se esistono asimmetrie informative e se vale una gerarchia delle fonti di finanziamento, le imprese dovrebbero preferire i fondi interni al debito. Dovrebbe così osservarsi una correlazione tra liquidità e investimenti: elevati profitti dovrebbero essere accompagnati da elevati investimenti; bassi profitti dovrebbero dar luogo a investimenti ridotti.

Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) (FHP) trovano una relazione del tipo descritto per le imprese statunitensi che soffrono di vincoli finanziari. Queste imprese sono identificate attraverso un'analisi del rapporto tra dividendi e reddito. Un rapporto basso tra dividendi e reddito segnalerebbe la presenza di una difficoltà di raccolta di fondi sul mercato. Discutendo la relazione tra profitti e investimento, FHP trovano che essa è più forte per le imprese che distribuiscono pochi dividendi. Una correlazione elevata tra risorse interne e investimenti sarebbe spiegata da imperfezioni dei mercati finanziari.

Negli Stati Uniti, la struttura finanziaria giapponese è spesso assunta a modello: in contesti istituzionali contraddistinti da legami partecipativi tra banche e industria, il grado di liquidità di un'impresa può dipendere dall'appartenenza a un gruppo industriale e/o creditizio. In Giappone, le imprese che appartengono ai *keretsu* registrano una minore correlazione tra liquidità e investimenti, potendo sfruttare i legami proprietari con le banche in periodi di ricavi ridotti. La liquidità è invece una determinante più importante degli investimenti per le imprese indipendenti; la

relazione si rafforza durante le recessioni, nelle quali le banche giapponesi sembrano concentrare i propri finanziamenti verso le imprese collegate. Nella liberalizzazione finanziaria attivata nella seconda metà degli anni ottanta, il Giappone ha creato un largo mercato per i titoli emessi dalle imprese. Ma solo le imprese più profittevoli si sono spostate verso le obbligazioni, mentre le società con indicatori di redditività peggiori continuano a basarsi sui prestiti bancari. Di qui la conclusione di una situazione di svantaggio competitivo dell'industria statunitense, non in grado di sfruttare relazioni privilegiate con le banche³⁹. Nella diversità delle procedure utilizzate, l'evidenza empirica disponibile per gli Stati Uniti propende per l'esistenza di gruppi di imprese per le quali finanza interna e esterna non sono perfettamente sostituibili e la cui capacità di spesa è eccessivamente sensibile all'autofinanziamento, perché viene a mancare l'offerta di prestiti da parte degli intermediari⁴⁰.

Questa conclusione solleva il problema di quali riforme adottare per rafforzare i rapporti tra banca e industria. Come è intuitivo, i vantaggi che un'impresa riceve da relazioni di lungo periodo con le banche sono controbilanciati da possibili costi⁴¹. Una volta che un rapporto di credito sia in atto, la banca può acquisire un potere di contrattazione nei confronti

³⁹ Sul caso giapponese si vedano Hoshi, Kashyap e Scharfstein (1991).

⁴⁰ Per una sintesi degli studi, estesa al confronto internazionale, si veda Schiantarelli (1995). Sul legame tra mercati finanziari e investimenti, cfr. Greewald, Stiglitz e Weiss (1984). Le misure utilizzate per individuare imprese con vincoli di liquidità sono l'aspetto principale al centro dell'analisi. Utilizzando lo stesso campione di imprese di FHP, Kaplan e Zingales (1995) hanno sostenuto che l'elevata correlazione tra investimenti e profitti non è spiegata dall'esistenza di vincoli finanziari.

⁴¹ La crescita delle dimensioni collegata alla maggiore diversificazione del portafoglio, l'elemento individuato da Diamond per l'esistenza dell'intermediazione, potrebbe avere effetti negativi sulla concorrenza. Se l'intermediazione dipende dalla presenza di non convessità, i vantaggi che essa assicura vanno bilanciati con i costi della possibile presenza di posizioni di monopolio. Sul tema cfr., ad esempio, Yanelle (1990).

dell'impresa, tale da disincentivare un forte impegno da parte dell'imprenditore. Si tratta di un esempio della "trasformazione fondamentale" ricordata nel paragrafo 3.1. *Ex post*, una volta che la relazione con la banca si sia consolidata, l'impresa subisce un *lock-in effect*; *ex ante*, di conseguenza, l'imprenditore razionale non ha incentivi a comportamenti efficienti. Esiste un costo del finanziamento bancario - rappresentato da tassi di interesse più elevati - che si sviluppa endogenamente insieme al controllo dell'impresa che l'intermediario esercita quando prevalgono rapporti di lungo periodo con il debitore (Rajan, 1992).

Un'indicazione naturale di *policy* per aumentare l'offerta di prestiti, senza comportare un onere maggiore per il debitore, è una concorrenza maggiore dei mercati bancari. Ma relazioni di lungo periodo tra banche e imprese, da un lato, e concorrenza, dall'altro, possono coesistere? È stato sottolineato che relazioni di lungo periodo aumentano la disponibilità di credito per le imprese, soprattutto se l'offerta di finanziamenti è concentrata presso un unico intermediario (Petersen e Rajan, 1994). Al contrario, imprese che si rivolgono a più banche sembrano avere difficoltà maggiori di acquisizione di prestiti e pagano un prezzo più elevato all'inizio della relazione di finanziamento, (coerentemente con l'idea di un costo più alto del *monitoring* esercitato da più soggetti). Il grado di concentrazione dei mercati bancari sembra così correlato positivamente con l'offerta di credito: maggiore il potere di monopolio di una banca in una determinata area, maggiore la disponibilità di prestiti. Al tempo stesso, nei mercati più concentrati è più alto il costo del credito, non all'inizio, ma nel corso del rapporto di finanziamento (a causa dell'effetto di *lock-in*, che impedisce all'impresa di sostituire l'intermediario con il quale ha tradizionalmente rapporti; Petersen e Rajan, 1995).

La conclusione è imbarazzante per le misure di *policy*: relazioni di lungo periodo tra banche e imprese e concorrenza sono incompatibili. Come atteso, i tassi di interesse diminuiscono più velocemente nei mercati creditizi più concorrenziali.

Per eliminare il costo che le imprese subiscono da una dipendenza troppo elevata dalle banche, si propone di permettere alle seconde di acquisire partecipazioni nell'industria, allo scopo di modificare il sistema degli incentivi degli intermediari: se l'istituzione finanziaria detiene partecipazioni nell'impresa, non ha incentivi a applicare tassi di interesse più alti. Questa conclusione, e l'obiettivo di eliminare barriere regolamentari che limitano la concorrenza, costituisce una delle motivazioni che hanno condotto negli Stati Uniti alla proposta di far assumere alle banche commerciali partecipazioni nelle imprese industriali, attraverso una revisione del Glass-Steagall Act.

La legge ha separato nel 1933 il sistema bancario in *commercial* e *investment banks*, impedendo alla prima categoria di istituzioni di sottoscrivere azioni di imprese⁴². Nella recessione degli anni trenta, il 40 per cento delle banche statunitensi fu posto in liquidazione. Una interpretazione diffusa attribuì i fallimenti agli investimenti delle banche in titoli industriali, coinvolti nel crollo della borsa. Si sostenne che i cattivi investimenti dei portafogli bancari erano stati accompagnati anche da frodi nei confronti della clientela. Il "Glass-Steagall" fu motivato dall'idea che la

⁴² Per una discussione cfr., ad esempio, Puri (1996), Kroszner e Rajan (1994). Negli anni ottanta, la regolamentazione è stata temperata: alcune banche possono detenere società che operano in alcune delle attività in titoli vietate dal Glass-Steagall Act. L'abrogazione della legge è osteggiata da alcune istituzioni finanziarie, come le compagnie assicurative, che temono un allargamento delle possibilità operative delle banche commerciali. Sull'evoluzione della struttura finanziaria statunitense, si rimanda a Roselli (1995).

banca commerciale ha un conflitto di interesse quando opera in azioni: i risparmiatori americani avrebbero sottoscritto, presso gli sportelli bancari, titoli di imprese non in grado di rimborsare i debiti in precedenza ottenuti dagli intermediari. Con l'approvazione della legge ebbe fine l'esperienza della banca universale negli Stati Uniti, che si era sviluppata negli anni venti.

Di recente è stato invece sostenuto che l'esperienza storica precedente il 1933 non consente di affermare che i comportamenti delle banche commerciali furono all'origine di maggiori rischi, malgrado gli intermediari operassero contemporaneamente come sottoscrittori di titoli emessi dalle imprese e come creditori. Il periodo precedente il 1933 è stato usato come esperimento naturale per lo studio dei vantaggi delle forme organizzative della banca universale (Kroszner e Rajan, 1995). Negli anni venti, le banche "tuttofare" americane spostarono progressivamente l'attività in titoli da divisioni interne a società autonome, muovendosi verso una configurazione di gruppo. Le motivazioni di questa scelta, in un periodo nel quale non esistevano vincoli regolamentari paragonabili a quelli introdotti dopo il 1933, sono state individuate nella consapevolezza delle banche della percezione di un conflitto di interesse da parte del risparmiatore: l'attività in titoli fu separata dall'attività di erogazione del credito per aumentare la credibilità del ruolo svolto dagli intermediari. La *performance* delle banche nell'offerta di titoli al pubblico sarebbe stata superiore a quella delle *investment houses* specializzate, assicurando ai clienti rendimenti elevati per i titoli sottoscritti.

Le interpretazioni "alternative" della nascita del Glass-Steagall Act sottolineano oggi l'importanza dei gruppi di pressione nel processo che portò all'approvazione della

legge. Le società di investimento indipendenti dalle banche e i *brokers* avevano subito gravi perdite in connessione con il crollo di borsa; videro con favore l'introduzione di un provvedimento che produceva una segmentazione dei mercati finanziari. L'industria bancaria aveva allora dimensioni maggiori delle *investment houses*: il consolidamento successivo degli intermediari non bancari e i loro elevati profitti degli anni ottanta hanno contribuito al rafforzarsi delle proposte di revisione del Glass-Steagall Act.

L'abolizione di un provvedimento che ha contribuito alla creazione di barriere all'entrata nel sistema finanziario sembra giustificata. Peraltro, la cancellazione possibile del Glass-Steagall va letta sullo sfondo di preoccupazioni per lo stato di tenuta delle banche commerciali statunitensi, il cui recente aumento di redditività si accompagna alla prosecuzione del processo di disintermediazione e alla crescita delle operazioni di fusioni. L'obiettivo di una maggiore concentrazione proviene spesso dal timore che solo intermediari di dimensioni più ampie possano contrastare le banche giapponesi e tedesche. Se pressioni di gruppi di interesse spiegano l'introduzione del Glass-Steagall Act, esse sono una parte importante della storia attuale della sua possibile abrogazione. Nelle analisi più meditate apparse negli Stati Uniti emerge il timore che una maggiore centralità delle banche possa condurre a un indebolimento del mercato dei capitali, a un contrasto con la salvaguardia della stabilità della funzione monetaria, a un indebolimento dell'indipendenza delle imprese⁴³.

⁴³ Si vedano Macey e Miller (1995).

6. Alcune questioni aperte

Riassumendo le principali conclusioni dell'analisi precedente, si delineano alcuni temi che appaiono al centro della ricerca.

- 1) Il debito "domina" l'azione da diversi punti di vista. Sotto il profilo empirico, nei maggiori paesi industriali le emissioni azionarie contribuiscono in misura limitata al finanziamento delle imprese: ciò è vero anche nel Regno Unito e negli Stati Uniti. Sotto il profilo teorico, il debito è il contratto ottimo, non solo in modelli uniperiodali con asimmetrie informative *ex post*, ma anche in contesti di contratti incompleti e relazioni multiperiodali tra intermediari e imprese. Se un debito elevato può creare difficoltà di raccolta di altre risorse da parte delle imprese, d'altro lato costituisce uno strumento di disciplina degli amministratori. Incrinatasi la fiducia nei meccanismi di mercato che presiedono al funzionamento corretto delle *public companies*, il sistema di controlli legati all'offerta di finanziamenti appare una soluzione più efficiente. Le conclusioni di *policy* sono paradossali, ma vanno comunque valutate con attenzione. Da una parte, piccole imprese, con possibilità di crescita, limitate attività materiali e con scelte di investimento discrezionali dovrebbero finanziarsi con azioni (contrariamente a quanto si osserva empiricamente) per evitare il *debt overhang*; ma grandi società con crescita lenta, elevate attività materiali in settori maturi e con tendenza dei manager a non distribuire dividendi dovrebbero basarsi largamente sul debito (mentre nei fatti le grandi imprese si rivolgono alla borsa in misura maggiore delle piccole). Gli interessi pagati alle banche sono uno strumento

attraverso il quale le imprese sono costrette a distribuire all'esterno dell'impresa i fondi che altrimenti il mercato non riceverebbe mai sotto forma di dividendi⁴⁴. In questa visione, la maggiore efficienza dei mercati finanziari inglese e statunitense ha lo scopo di confermare le azioni come uno strumento di diversificazione del portafoglio da parte degli individui, piuttosto che come uno strumento di finanziamento rilevante per le imprese. Sembra smentita la tesi di Gerschenkron secondo la quale le economie più progredite dovrebbero essere caratterizzate da una minore centralità delle banche⁴⁵.

- 2) Se le emissioni azionarie non contribuiranno mai in misura determinante al finanziamento delle imprese, esistono problemi di *policy* per i paesi, quali l'Italia, nei quali il debito è stato lo strumento tradizionalmente utilizzato dalle imprese e la borsa ha registrato ritardi. Se nei mercati anglosassoni le azioni non vengono emesse perché, ad esempio, trasmettono un segnale negativo sulle condizioni delle imprese, in mercati come quello italiano altre motivazioni, più strutturali, sembrano dominanti⁴⁶. La soluzione sembra essere quella di favorire comunque la raccolta di capitale di rischio da parte delle imprese, ma senza illudersi che essa possa essere mai predominante sulle passività non azionarie. Rispetto al passato, si è soprattutto indebolita l'idea che esista un livello insostenibile del debito, anche se sul tema appaiono utili nuove verifiche empiriche⁴⁷.

⁴⁴ Jensen (1989) è il maggiore sostenitore di questo punto di vista.

⁴⁵ Per una risposta in questo senso si vedano Mayer (1988) e Hellwig (1991, 1994).

⁴⁶ Si rimanda a Barca (1994) e Onado (1994) per una discussione dei ritardi dei mercati italiani.

- 3) Non c'è una teoria dell'ottima struttura del capitale di un'impresa e dell'ottima struttura finanziaria di un paese. Le diverse situazioni nazionali sembrano soprattutto influenzate da fenomeni di lungo periodo, quali la prevalenza delle banche, la debolezza della borsa, l'inesistenza o meno di un mercato dei titoli emessi dalle imprese. Queste caratteristiche cambiano con lentezza. Le regolamentazioni che negli anni trenta avevano separato la banca dall'industria sono in via di attenuazione. Molti paesi si muovono verso un maggior ruolo degli intermediari nella proprietà delle imprese, ma trarre conclusioni sul benessere che sarebbe associato a diverse strutture finanziarie è azzardato⁴⁸. In primo luogo, appare intuitivo il contrasto tra relazioni più forti tra banca e industria e possibile diminuzione della concorrenza. In secondo luogo, le difficoltà di trovare un modello ottimale sembrano essere confermate dall'esperienza recente del Giappone. Negli anni ottanta, i tradizionali stretti rapporti tra banche e imprese, in un sistema con un forte ruolo per lo Stato, sono stati considerati un esempio da esportare in altri contesti. L'esperienza successiva di crollo dei valori azionari, diminuzione del valore delle garanzie bancarie, contrazione dei prestiti, peggioramento della recessione, esplosione dei debiti di dubbia recuperabilità, crisi

⁴⁷ Una recente indagine - cfr. Mediocredito Centrale (1995) - conferma la grande disponibilità delle imprese italiane a indebitarsi e sottolinea, ancora una volta, le distorsioni di natura fiscale.

⁴⁸ Cfr., ad esempio, Allen e Gale (1994). Dare prescrizioni di policy è problematico. Se le emissioni azionarie sono così difficili, è allora consigliabile che i paesi dell'Est europeo (o quelli in via di sviluppo) puntino più sugli intermediari e meno sulla borsa. Ma c'è l'eccezione dei paesi del Sud-Est asiatico (Thailandia, Malesia, Singapore) che, diversamente dal Giappone, hanno puntato nelle prime fasi della crescita economica sulla liberalizzazione dei mercati finanziari e su una borsa sviluppata. Sul caso dei paesi dell'Est europeo, cfr. Dittus e Prowse (1995).

bancarie, prospettiva di interventi pubblici di salvataggio hanno messo in discussione l'efficienza del modello giapponese. Da una parte, le difficoltà delle banche sono state attribuite al sostegno eccessivo assicurato alle imprese; dall'altra, la dipendenza dell'industria dagli intermediari è apparsa all'origine di debolezze nel lungo periodo (Wenstein e Yafeh, 1994). Tutti i paesi al mondo pongono limiti alle partecipazioni dell'industria nelle istituzioni finanziarie e viceversa. Obiettivi di stabilità, attraverso il contenimento di possibili esternalità negative, e considerazioni antimonopolistiche prevalgono sulla ricerca del *design* ottimo dei contratti finanziari. L'analisi delle conseguenze dei rapporti di partecipazione incrociata tra banche e imprese in Giappone sembra un tema meritevole di analisi più problematiche di quelle condotte fino a oggi⁴⁹. L'affermazione che la crescita conseguita nel dopoguerra da Giappone e Germania sia legata a una maggiore efficienza della struttura finanziaria non ha solide basi teoriche ed empiriche. I nessi tra finanza e sviluppo economico sono ancora da esplorare in maniera dettagliata⁵⁰.

- 4) Astraendo dal caso giapponese, se le banche (e le altre istituzioni finanziarie) devono farsi carico del controllo delle imprese, le prime dovrebbero caratterizzarsi per livelli soddisfacenti di efficienza,

⁴⁹ Per un'esaltazione acritica del modello giapponese, si veda Hoshi (1994). Una critica serrata dei meccanismi di funzionamento del capitalismo giapponese, soprattutto alla luce dei recenti problemi delle banche, è stata condotta in diversi interventi apparsi di recente sull' "Economist". Cfr., ad esempio, "The Economist" (1995a).

⁵⁰ Per una sintesi della letteratura su struttura finanziaria e crescita, si vedano Pagano (1993) e Fry (1995). È sintomatico che nel volume di Barro e Sala-i-Martin (1995) l'attenzione per la finanza come determinante della crescita sia confinata a una pagina.

operativa e allocativa. Nelle economie industrializzate questo prerequisito è spesso assente.

- 5) La liberalizzazione dei movimenti di capitale, la crescente globalizzazione dei mercati finanziari e la creazione del mercato unico comunitario hanno portato a una revisione delle regolamentazioni bancarie, sia in Europa, sia negli Stati Uniti. Questo processo si è sovrapposto, negli anni novanta, a una delle più gravi recessioni del dopoguerra. L'interazione tra concorrenza maggiore tra sistemi nazionali - industria e mercati interni dei capitali che competono per la raccolta del risparmio internazionale - e ciclo economico negativo è forse la spiegazione più semplice di perché alcuni paesi (fra tutti, Stati Uniti e Italia) si muovano verso una minore separatezza tra banca e industria.

In sintesi, appaiono controverse e ancora da approfondire le conseguenze in termini di benessere di una responsabilità maggiore delle banche nel controllo delle imprese.

NOTA METODOLOGICA

I dati riportati nelle tavole 1-6 elaborano le informazioni dell'OCSE sui bilanci delle imprese non finanziarie. I dati dei diversi paesi si riferiscono a campioni con un grado di copertura differenziato dell'universo delle imprese. Le informazioni non sono direttamente confrontabili con quelle riportate nei conti finanziari nazionali.

Nella tavola 1, la voce capitale delle imprese comprende anche i fondi patrimoniali e le altre riserve. Le altre passività comprendono i prestiti delle banche e di altri intermediari, i titoli a breve e a lungo termine, i debiti commerciali.

Nelle tavole 2-6, le risorse interne corrispondono all'autofinanziamento. Oltre alle emissioni azionarie, le risorse esterne comprendono, tra i debiti, i finanziamenti da banche e altre istituzioni finanziarie, i debiti commerciali, le emissioni di titoli a breve e a lungo termine. Le informazioni relative alla Germania non sono state riportate, a causa della loro difficile comparabilità con i dati degli altri paesi (le emissioni azionarie sono incluse nel flusso delle risorse interne delle imprese).

I flussi medi delle risorse interne ed esterne, nonché dei debiti e delle emissioni azionarie, sono calcolati come medie semplici. Negli anni nei quali le imprese hanno dato luogo a riacquisti di azioni proprie, le emissioni azionarie sono state convenzionalmente poste pari a zero; i flussi del debito sono stati corrispondentemente posti pari al 100 per cento. La stessa convenzione è stata utilizzata quando, in alcuni anni, le imprese hanno utilizzato parte delle emissioni

azionarie per dar luogo a rimborsi di debiti acquisiti in passato: in quegli anni, il flusso delle emissioni azionarie è stato posto pari al 100 per cento, il flusso del debito è stato considerato pari a zero.

Per ulteriori informazioni, si rimanda a OECD (1992).

PASSIVITA' FINANZIARIE DELLE IMPRESE
(valori percentuali)

	ITALIA		FRANCIA		REGNO UNITO		GERMANIA		STATI UNITI		GIAPPONE	
	1982	1992	1982	1992	1982	1992	1982	1992	1982	1992	1982	1992
Capitale/ totale passività	18	24	28	42	47	48	40	39	68	49	17	20
Altre passività/ totale passività	82	76	72	58	53	52	60	61	32	51	83	80
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements, annate varie.*

Per la definizione delle voci si veda la nota metodologica.

STATI UNITI
FLUSSI DEI FONDI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE
 (valori percentuali)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Flusso medio annuale
Risorse interne	75	67	67	72	63	70	66	71	77	90	80	83	76	73
Risorse esterne	25	33	33	28	37	30	34	29	23	10	22	17	24	27
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Suddivisione delle risorse esterne:														
debiti	88	81	100	100	100	100	100	100	100	14	71	88	100	88
emissioni azionarie	12	19	0	0	0	0	0	0	0	86	29	12	0	12
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements, annate varie.*

FRANCIA
FLUSSI DEI FONDI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE
 (valori percentuali)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	Flusso medio annuale
Risorse interne	26	32	44	35	67	77	73	61	68	73	70	57
Risorse esterne	74	68	56	65	33	23	27	39	32	27	30	43
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Suddivisione delle risorse esterne:												
debiti	94	87	87	56	17	0	24	74	95	8	56	54
emissioni azionarie	6	13	13	44	83	100	76	26	5	92	44	46
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborazioni su dati Oese, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements*, annate varie.

REGNO UNITO
FLUSSI DEI FONDI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE
 (valori percentuali)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	Flusso medio annuale
Risorse interne	49	55	58	82	57	49	49	41	52	55
Risorse esterne	51	45	42	18	43	51	51	59	48	45
Totale	100									
Suddivisione delle risorse esterne:										
debiti	88	75	89	0	69	62	78	86	61	68
emissioni azionarie	12	25	11	100	31	38	22	14	39	32
Totale	100									

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements, annate varie.*

ITALIA
FLUSSI DEI FONDI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE
 (valori percentuali)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Flusso medio annuale
Risorse interne	26	39	46	58	62	56	52	48	54	53	50	83	52
Risorse esterne	74	61	54	42	38	44	48	52	46	47	50	17	48
Totale	100												
Suddivisione delle risorse esterne:													
debiti	74	70	75	63	61	86	85	85	84	88	88	28	74
emissioni azionarie	26	30	25	37	39	14	15	15	16	12	12	72	26
Totale	100												

Fonte: Elaborazioni su dati Ocse, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements, annate varie.*

GIAPPONE
FLUSSI DEI FONDI PER LE IMPRESE NON FINANZIARIE
 (valori in percentuale)

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	Flusso medio annuale
Risorse interne	48	50	37	41	47	28	31	34	40	47	63	61	44
Risorse esterne	52	50	63	59	53	72	69	66	60	53	37	39	56
Totale	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Suddivisione delle risorse esterne:													
debiti	88	94	93	84	88	94	89	85	91	88	94	80	89
emissioni azionarie	12	6	7	16	12	6	11	15	9	12	6	20	11
	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, *Financial Statistics, Part 3, Non-Financial Enterprises, Financial Statements, annate varie.*

**DIMENSIONI DEI MERCATI AZIONARI:
UN CONFRONTO INTERNAZIONALE**

	Capitalizzazione del mercato azionario in rapporto al PIL (valori percentuali; media 90-94)	Scambi azionari in in rapporto al PIL (valori percentuali; media 90-94)
Italia	14,1	5,4
Regno Unito	100,6	81,0
Francia	29,0	11,3
Germania	22,6	28,8
Stati Uniti	64,0	35,1
Giappone	77,1	22,6

Fonte: Barca, Cittadini, Panetta e Signorini, 1995.

(*) Valori riferiti al 1990 per Stati Uniti e Giappone, al 1993 per le altre nazioni.

**BORSE VALORI INTERNAZIONALI:
SOCIETA' QUOTATE**

	Nazionali			Straniere			Totale		
	1992	1993	1994	1992	1993	1994	1992	1993	1994
Italia	226	218	219	3	4	4	229	222	223
Regno Unito	1.878	1.927	2.070	514	485	464	2.392	2.412	2.534
Francia	515	472	459	217	205	195	732	677	654
Germania	425	426	423	240	229	227	665	655	650
Stati Uniti	1.969	2.203	2.570	120	159	217	2.089	2.362	2.787
Giappone	1.651	1.667	1.689	117	110	93	1.768	1.777	1.782

Fonte: Consob.

**BORSE INTERNAZIONALI:
AMMISSIONI DI NUOVE SOCIETA'**

	1991		1992		1993		1994	
	Totale	di cui: estere						
Italia	6	2	4	1	3	1	8	0
Regno Unito	138	20	93	11	186	6	268	12
Francia	28	6	13	2	15	2	10	1
Germania	52	33	34	26	68	59	6	3
Stati Uniti	162	12	251	17	306	37	252	52
Giappone	21	3	15	0	22	0	27	0

Fonte: Consob.

DEBITI BANCARI E PRESTITI OBBLIGAZIONARI NEL 1993
DELLE SOCIETA' NON FINANZIARIE IN PERCENTUALE DEL VALORE AGGIUNTO

	Debiti bancari/ valore aggiunto	Prestiti obbligazionari/ valore aggiunto
Italia	1,54	0,10
Regno Unito	0,76	0,29
Francia	1,23	0,31
Germania	1,64	0,05
Stati Uniti	0,57	0,37
Giappone	1,77	0,25

Fonte: Bianco e Massaro, 1995.

**PRESTITI DI BANCHE E DI ALTRI INTERMEDIARI:
QUOTE PERCENTUALI RISPETTO AL TOTALE DEI PRESTITI ALLE IMPRESE**

	1983		1993	
	Banche	Altri intermediari	Banche	Altri intermediari
Italia	89	11	89	11
Regno Unito	56/95 (*)	44/5 (*)	56/96 (*)	44/8 (*)
Francia	70/88 (**)	30/12 (**)	74/85 (**)	26/15 (**)
Germania	84	16	89	11
Stati Uniti	66	34	50	50
Giappone	45	55	54	46

Fonti: Borio, 1994 ; Banca d'Italia, segnalazioni statistiche di vigilanza.

(*) Il secondo valore è quello valido se le *building societies* sono classificate come banche.

(**) Il secondo valore è valido se le "istituzioni di credito specializzato" sono classificate come banche.

FORME DI REGOLAMENTAZIONE DELL'ATTIVITA' BANCARIA

Presenza di divisione tra:	Paesi industriali(*)		Altri paesi		Totale	
	Numero	Percentuale	Numero	Percentuale	Numero	Percentuale
a) "commercial" & "investment" banking						
sì	2	9,1	26	28,3	28	24,6
no	20	90,9	65	70,7	85	74,6
nessuna risposta	0	0	1	1,1	1	0,9
b) attività bancaria e attività in titoli						
sì	7	31,8	55	59,8	62	54,4
no	15	68,2	34	37,0	49	43,0
nessuna risposta	0	0	3	3,3	3	2,6
c) banca e industria						
sì	16	72,7	72	78,3	88	77,2
no	6	27,3	18	19,6	24	21,1
nessuna risposta	0	0	2	2,2	2	1,8

Fonte: Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria.

(*) Comprendono i paesi del G-10, gli altri paesi appartenenti all'Unione europea, Australia e Nuova Zelanda.

**REGOLAMENTAZIONE DELLE PARTECIPAZIONI BANCARIE
IN IMPRESE INDUSTRIALI**

- ITALIA** Banche "specializzate" (che non raccolgono depositi a vista) possono avere partecipazioni nelle imprese fino al 15 per cento del patrimonio; il totale delle partecipazioni non può superare il 60 per cento del patrimonio. Banche "abilitate" possono avere percentuali di partecipazioni pari, rispettivamente, al 6 e al 50 per cento. Le rimanenti banche italiane possono arrivare al 3 e al 15 per cento. Le azioni detenibili da ogni banca in un'impresa non possono superare il 15 per cento del capitale dell'impresa. Il superamento del limite è consentito solo agli intermediari "specializzati" o "abilitati", che possono raggiungere il controllo delle imprese industriali, purché il valore della partecipazione non superi il 2 per cento del patrimonio della banca.
- REGNO UNITO** Le partecipazioni in imprese industriali sono dedotte dal patrimonio delle banche. La Banca centrale consente alle banche di acquisire il controllo delle imprese se i rischi delle operazioni sono "adeguatamente coperti".
- FRANCIA** Ogni partecipazione non può superare il 15 per cento del patrimonio della banca; il complesso delle partecipazioni non può superare il 60 per cento del patrimonio della banca.
- GERMANIA** Le banche possono detenere partecipazioni industriali secondo i limiti previsti dalla seconda direttiva di coordinamento bancario (15 e 60 per cento, rispettivamente per le singole partecipazioni e per il loro complesso). Prima del recepimento della seconda direttiva di coordinamento bancario non vi era una disciplina specifica.
Sono sempre state in vigore misure prudenziali per assicurare il bilanciamento delle scadenze dell'attivo e del passivo e per limitare l'esposizione ai rischi.
- STATI UNITI** Le banche commerciali non possono detenere partecipazioni in imprese industriali. Le *bank holding companies* possono avere partecipazioni fino al 5 per cento del capitale delle imprese.
Le regole sono previste dal Glass-Steagall Act del 1933 e dal Bank Holding Company Act del 1956.
- GIAPPONE** Le banche possono possedere fino al 5 per cento del capitale delle imprese (prima del 1987 la percentuale era pari al 10 per cento). La regola è prevista dall'Anti-Monopoly Act.

Riferimenti bibliografici

- Aghion, P. e P. Bolton (1989), *The Financial Structure of the Firm and the Problem of Control*, in "European Economic Review", vol. 33, n. 2-3, pp. 286-93.
- _____ (1992), *An "Incomplete Contracts" Approach to Financial Contracting*, in "Review of Economic Studies", vol. 59, n. 3, pp. 473-94.
- _____, M. Dewatripont e P. Rey (1990), *On Renegotiation Design*, in "European Economic Review", vol. 34, n. 2-3, pp. 322-30.
- Allen, N. e D. Gale (1994), *A Welfare Comparison of the German and Usa Financial Systems*, LSE Financial Markets Group, Discussion Paper, n. 191.
- Al-Najjar, N. I. (1995), *Incomplete Contracts and the Governance of Complex Contractual Relationships*, in "American Economic Review: Papers and Proceedings", vol. 85, n. 2, pp. 432-36.
- Arrow, K. J. (1974), *Limited Knowledge and Economic Analysis*, in "American Economic Review", vol. 64, n. 1, pp. 1-10.
- _____ (1986), *Agency and the Market*, in K. J. Arrow e M. D. Intriligator (a cura di), *Handbook of Mathematical Economics*, Amsterdam, North Holland, vol. III.
- Asquith, P. e D. Mullins (1986), *Equity Issues and Offering Dilution*, in "Journal of Financial Economics", vol. 15, n. 1-2, pp. 61-89.
- Barca, F. (1994), *Imprese in cerca di padrone*, Bari-Roma, Laterza.
- _____, P. Cittadini, G. Marchese, F. Panetta e P. E. Signorini (1995), *La finanza privata italiana di fronte alla crescente concorrenza per il risparmio internazionale*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- Barro, R. J. e X. Sala-i-Martin (1995), *Economic Growth*, New York, McGraw-Hill.
- Benston, G. J. (1994), *Universal Banking*, in "Journal of Economic Perspectives", vol. 8, n. 3, pp. 121-43.
- _____ e C. W. Smith (1976), *A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation*, in "Journal of Finance", vol. 31, n. 2, pp. 215-33.
- Berle, A. A. e G. C. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan.

- Bernanke, B. S. e J. Y. Campbell (1988), *Is There a Corporate Debt Crisis?*, in "Brookings Papers on Economic Activity", n. 1, pp. 83-140.
- Bianco, M. e R. Massaro (1995), *La struttura finanziaria di sei paesi: un confronto sulla base dei conti finanziari*, Banca d'Italia, dattiloscritto.
- _____ e S. Trento (1995), *Capitalismi a confronto: i modelli di controllo delle imprese*, in "Stato e Mercato", n. 43, pp. 65-93.
- Bolton, P. (1990), *Renegotiation and the Dynamics of Contract Design*, in "European Economic Review", vol. 34, n. 2-3, pp. 303-10.
- _____ e D. Scharfstein (1990), *A Theory of Predation Based on Agency Problems in Financial Contracting*, in "American Economic Review", vol. 80, n. 1, pp. 94-106.
- Borio, C. E. V. (1995), *The Structure of Credit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy: A Cross-Country Comparison*, BRI Working Paper, n. 24.
- Cameron, R. (1967), *Banking in the Early Stages of Industrialisation*, Oxford, Oxford University Press.
- Campbell, J., A. Lo e C. MacKinlay (1994), *The Econometrics of Financial Markets*, dattiloscritto.
- Cheng, L. (1994), *Equity Issue Under-Performance and the Timing of Security Issues*, MIT, dattiloscritto.
- Ciocca, P. (1994), *Per la concorrenza bancaria: pensieri in occasione del Centenario della Comit, Convegno su "La banca universale in Europa: passato e futuro"*, Milano, 1-2 dicembre, Banca d'Italia, Documenti, n. 468.
- Diamond, D. W. (1984), *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in "Review of Economic Studies", vol. 51, n. 166, pp. 393-414.
- Dittus, P. e S. Prowse (1995), *Corporate Control in Central Europe and Russia: Should Banks Own Shares?*, World Bank, Policy Research Working Paper, n. 1481.
- "Economist (The)" (1995a), *Japan Inc Frays at the Edges*, 3-10 giugno.
- _____ (1995b), *That's the Way the Money Comes*, 11-17 novembre.

- Fama, E. (1970), *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in "Journal of Finance", vol. 25, n. 2, pp. 383-417.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard e B. C. Petersen (1988), *Financial Constraints and Corporate Investment*, in "Brookings Papers on Economic Activity", n. 1, pp. 141-206.
- Fry, M. (1995), *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Baltimore, Johns Hopkins University Press, 2^a ed.
- Gale, D. M. e M. Hellwig (1985), *Incentive Compatible Debt Contracts I: The One-Period Problem*, in "Review of Economic Studies", vol. 52, n. 171, pp. 647-73.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Cambridge MA, Harvard University Press.
- Gorton, G. (1994), *Universal Banking and the Performance of German Firms*, Harvard University, dattiloscritto.
- Greenwald, B. C. e J. E. Stiglitz (1991), *Information, Finance and Markets: The Architecture of Allocative Mechanism*, NBER Working Paper, n. 3652.
-
- _____ e A. Weiss (1984), *Informational Imperfections in the Capital Market and Macroeconomic Fluctuations*, in "American Economic Review: Papers and Proceedings", vol. 74, n. 2, pp. 194-99.
- Guiso, L. e D. Terlizzese (1994), *Economia dell'informazione e dell'incertezza*, Milano, Hoepli.
- Hahn, F. (1984), *Equilibrium and Macroeconomics*, Oxford, Blackwell.
- Hart, O. (1993), *Theories of Optimal Capital Structure: A Managerial Discretion Perspective*, in M. Blair (a cura di), *The Deal Decade: What Takeovers and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington DC, Brookings Institution.
-
- _____ (1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, Clarendon Press.
-
- _____ e B. Holmstrom (1987), *The Theory of Contracts*, in T. F. Bewley (a cura di), *Advances in Economic Theory*, Cambridge, Cambridge University Press.
-
- _____ e J. Moore (1989), *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*, MIT Working Paper, n. 520.

- _____ (1994), *A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 109, n. 4, pp. 841-79.
- Hellwig, M. (1991), *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*, in A. Giovannini e C. Mayer (a cura di), *European Financial Integration*, Cambridge, Cambridge University Press.
- _____ (1994), *Banking and Finance at the End of the Twentieth Century*, Institut für Volkswirtschaft, Discussion Papers, n. 9426.
- Hoshi, T. (1994), *Evolution of the Main Banking System in Japan*, CEPR Working Paper, n. 46.
- _____, A. Kashyap e D. Scharfstein (1991), *Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 106, n. 1, pp. 33-60.
- "Industria (L')" (1995), numero monografico su *Diritti di proprietà e contratti incompleti*, n. s., a. 16, n. 3.
- James, C. (1987), *Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans*, in "Journal of Financial Economics", vol. 19, n. 2, pp. 217-35.
- Jensen, M. (1986), *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in "American Economic Review: Papers and Proceedings", vol. 76, n. 2, pp. 323-29.
- _____ (1989), *Eclipse of the Public Corporation*, in "Harvard Business Review", n. 5, pp. 61-74.
- _____ e W. Meckling (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in "Journal of Financial Economics", vol. 3, n. 4, pp. 305-60.
- Kaplan, S. N. e L. Zingales (1995), *Do Financing Constraints Explain Why Investment Is Correlated with Cash Flow?*, NBER Working Paper, n. 5267.
- Kashyap, A. e J. Stein (1993), *Monetary Policy and Bank Lending*, NBER Working Paper, n. 4317.
- Kregel, J. A. (1992), *Banca universale, riforma del sistema bancario statunitense e concorrenza finanziaria nella Comunità europea*, in "Moneta e Credito", vol. 45, n. 179, pp. 289-314.
- Kreps, D. M. (1990), *Corporate Culture and Economic Theory*, in J. E. Alt e K. A. Shepsle (a cura di) (1990), *Perspectives on*

Positive Political Economy, Cambridge, Cambridge University Press.

Kroszner, R. S. e R. Rajan (1994), *Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the US Experience with Universal Banking before 1933*, in "American Economic Review", vol. 84, n. 4, pp. 810-32.

(1995), *Organization Structure and Credibility: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act*, lavoro presentato alle conferenze del National Bureau of Economic Research, Cambridge, luglio.

Leland, H. e D. Pyle (1977), *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, in "Journal of Finance", vol. 32, n. 2, pp. 371-87.

Loughran, T. and J. Ritter (1993), *The Timing and Subsequent Performance of New Issues*, lavoro presentato alla conferenza "Corporate Finance and the Stock Market", Bruxelles, 29-30 marzo.

Macey, J. R. e G. P. Miller (1995), *Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Examination of Germany, Japan and the United States*, in "Stanford Law Review", vol. 48, pp. 73-112.

Mayer, C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, in "European Economic Review", vol. 32, n. 5, pp. 1167-89.

e I. Alexander (1990), *Banks and Securities Markets: Corporate Financing in Germany and the United Kingdom*, in "Journal of the Japanese and International Economies", vol. 4, n. 4, pp. 450-75.

Mediocredito Centrale (1995), *Tassazione e riequilibrio finanziario delle imprese italiane*, Roma.

Miller, M. (1977), *Debt and Taxes*, in "Journal of Finance", vol. 32, n. 2, pp. 261-75.

Modigliani, F. e M. H. Miller (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in "American Economic Review", vol. 48, n. 3, pp. 261-97.

(1963), *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in "American Economic Review", vol. 53, n. 3, pp. 433-43.

Myers, S. (1977), *Determinants of Corporate Borrowing*, in "Journal of Financial Economics", vol. 5, n. 2, pp. 147-75.

- _____ (1984), *The Capital Structure Puzzle*, in "Journal of Finance", vol. 39, n. 3, pp. 575-92.
- _____ e M. Majluf (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*, in "Journal of Financial Economics", vol. 13, n. 2, pp. 187-221.
- OECD (1992), *Financial Statistics, Methodological Supplement, (1991-1992)*, Paris.
- Onado, M. (1994), *Situazione finanziaria delle imprese, sviluppo del mercato azionario e ruolo della banca*, in "Quaderni di economia e finanza", vol. 3, n. 2, pp. 59-74.
- Pagano, M. (1993), *Financial Markets and Growth: An Overview*, in "European Economic Review", vol. 37, n. 2-3, pp. 613-22.
- Petersen, M. A. e R. G. Rajan (1994), *The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data*, in "Journal of Finance", vol. 49, n. 1, pp. 3-37.
- _____ (1995), *The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 110, n. 2, pp. 407-43.
- Prowse, S. (1994), *Corporate Governance in an International Perspective*, BIS Economic Papers, n. 41.
- Puri, M. (1996), *Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role ?*, in "Journal of Financial Economics", vol. 40, n. 3, pp. 373-401.
- Rajan, R. (1992), *Insiders and Outsiders: The Choice between Relationship and Arms-Length Debt*, in "Journal of Finance", vol. 47, n. 4, pp. 1367-400.
- _____ e L. Zingales (1994), *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*, NBER Working Paper, n. 4875.
- Ramakrishnan, R. e A. Thakor (1984), *Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation*, in "Review of Economic Studies", n. 166, pp. 415-32.
- Roselli, A. (1995), *La finanza americana tra gli anni Ottanta e i Novanta. Instabilità e riforme*, Milano-Roma-Bari, Cariplo-Laterza.
- Ross, S. (1977), *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*, in "American Economic Review", vol. 63, n. 2, pp. 134-39.

- Schiantarelli, F. (1995), *Financial Constraints and Investment: A Critical Review*, Boston College, dattiloscritto.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1992), *Liquidation Values and Debt Capacity: A Market Equilibrium Approach*, in "Journal of Finance", vol. 47, n. 4, pp. 1343-66.
- Shyam-Sunder, L. e S. Myers (1993), *Testing Static Trade-Off against Pecking Order Models of Capital Structure*, dattiloscritto.
- Stein, J. (1992), *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, in "Journal of Financial Economics", vol. 32, n. 1, pp. 3-21.
- Stiglitz, J. E. (1985), *Credit Markets and the Control of Capital*, in "Journal of Money, Credit and Banking", vol. 17, n. 2, pp. 133-52.
- _____ (1991), *Government, Financial Markets and Economic Development*, NBER Working Paper, n. 3669.
- _____ (1993), *The Role of the State in Financial Markets*, in "Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics", pp. 19-52.
- Vicarelli, F. (1981), *Capitale industriale e capitale finanziario*, Bologna, Il Mulino.
- Wenstein, D. E. e Y. Yafeh (1994), *On the Costs of a Bank Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan*, Harvard University, dattiloscritto.
- Williamson, O. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, Free Press.
- Williamson, S. (1987), *Costly Monitoring, Loan Contracts and Equilibrium Credit Rationing*, in "Quarterly Journal of Economics", vol. 102, n. 408, pp. 135-46.
- Yanelle, M. O. (1990), *The Strategic Analysis of Intermediation*, in "European Economic Review", vol. 33, n. 2-3, pp. 294-301.

ELENCO DEI PIÙ RECENTI "TEMI DI DISCUSSIONE" (*)

- n. 255 — *Sull'arte del banchiere centrale in Italia: fatti stilizzati e congetture (1861-1947)*, di G. TONIOLO (settembre 1995).
- n. 256 — *The Credit Channel of Monetary Policy across Heterogeneous Banks: The Case of Italy*, di I. ANGELONI, L. BUTTIGLIONE, G. FERRI ed E. GAIOTTI (settembre 1995).
- n. 257 — *Which TARGET for Monetary Policy in Stage Three? Issues in the Shaping of the European Payment System*, di C. GIANNINI e C. MONTICELLI (ottobre 1995).
- n. 258 — *L'analisi discriminante per la previsione delle crisi delle "micro-banche"*, di L. CANNARI e L. F. SIGNORINI (novembre 1995).
- n. 259 — *La redditività degli sportelli bancari dopo la liberalizzazione*, di F. CASTELLI, M. MARTINY e P. MARULLO REEDTZ (novembre 1995).
- n. 260 — *Quanto è grande il mercato dell'usura?*, di L. GUIISO (dicembre 1995).
- n. 261 — *Debt Restructuring with Multiple Creditors and the Role of Exchange Offers*, di E. DETRAGIACHE e P. G. GARELLA (dicembre 1995).
- n. 262 — *National Saving and Social Security in Italy (1954-1993)*, di N. ROSSI e I. VISCO (dicembre 1995).
- n. 263 — *Share Prices and Trading Volume: Indications of Stock Exchange Efficiency*, di G. MAJNONI e M. MASSA (gennaio 1996).
- n. 264 — *Stock Prices and Money Velocity: A Multi-Country Analysis*, di M. CARUSO (febbraio 1996).
- n. 265 — *Il recupero dei crediti: costi, tempi e comportamenti delle banche*, di A. GENERALE e G. GOBBI (marzo 1996).
- n. 266 — *Are Banks Risk-Averse? A Note on the Timing of Operations in the Interbank Market*, di P. ANGELINI (marzo 1996).
- n. 267 — *Money Demand in Italy: A System Approach*, di R. RINALDI e R. TEDESCHI (maggio 1996).
- n. 268 — *Asset Pricing Lessons for Modeling Business Cycles*, di M. BOLDRIN, L. J. CHRISTIANO e J. D. M. FISHER (maggio 1996).
- n. 269 — *Do Measures of Monetary Policy in a VAR Make Sense?*, di G. D. RUDEBUSCH (maggio 1996).
- n. 270 — *Maximization and the Act of Choice*, di A. SEN (maggio 1996).
- n. 271 — *Una stima dell'incidenza dell'imposizione diretta sulle imprese negli anni ottanta*, di A. STADERINI (giugno 1996).
- n. 272 — *Institutions and Labor Reallocation*, di G. BERTOLA e R. ROGERSON (luglio 1996).
- n. 273 — *Monitoring, Liquidation, and Security Design*, di R. REPULLO e J. SUAREZ (luglio 1996).
- n. 274 — *Localismo, spirito cooperativo ed efficienza: elementi per un'analisi economica delle banche di credito cooperativo*, di L. CANNARI e L.F. SIGNORINI (luglio 1996).
- n. 275 — *Intergenerational Transfers, Borrowing Constraints and the Timing of Home Ownership*, di L. GUIISO e T. JAPPELLI (luglio 1996).
- n. 276 — *Monetary Policy Transmission, the Exchange Rate and Long-Term Yields under Different Hypotheses on Expectations*, di E. GAIOTTI e S. NICOLETTI-ALTIMARI (agosto 1996).
- n. 277 — *Il fabbisogno finanziario pubblico*, di F. BALASSONE e D. FRANCO (settembre 1996).
- n. 278 — *Real Interest Rates, Sovereign Risk and Optimal Debt Management*, di F. DRUDI e R. GIORDANO (settembre 1996).

(*) I "Temi" possono essere richiesti a:

Banca d'Italia - Servizio Studi - Divisione Biblioteca e pubblicazioni - Via Nazionale, 91 - 00184 Roma (fax 06 47922059).