

Teoria dei mercati dei capitali e concentrazione della proprietà delle imprese

1. Introduzione

Nell'ultimo decennio si è sviluppata, nel mondo anglosassone, una vasta letteratura sul problema della determinazione del prezzo e del tasso di rendimento di titoli (1) soggetti a rischio, in un mercato competitivo. All'elaborazione di questo complesso teorico, che va sotto il nome di *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) hanno contribuito inizialmente soprattutto Lintner [8] e Sharpe [20], dopo alcuni studi pionieristici di Markowitz [11] e di Tobin [21]. Oggi il CAPM costituisce un solido corpo dottrinale, che ha trovato anche ampia convalida in numerosi studi empirici sul mercato dei titoli negli Stati Uniti (si veda Fama [5]).

L'elaborazione del CAPM ha portato ad importanti progressi non solo nell'ambito della teoria dei mercati dei capitali, ma anche nella teoria della finanza d'impresa, consentendo l'approfondimento di alcuni temi principali, quali quelli già enunciati da Modigliani e Miller [13] [14], in un contesto più ampio e completo. La teoria della finanza d'impresa non è stata però ancora sufficientemente integrata con il CAPM.

Entrambi questi filoni teorici ipotizzano mercati « perfetti », nei quali la proprietà dei titoli, e quindi anche delle imprese è frazionata tra un gran numero di investitori. Non si considera quindi né la distinzione tra proprietà e controllo, né gli effetti (e le cause) della concentrazione della proprietà dell'impresa. A nostro avviso questi fattori sono suscettibili di alterare profondamente molte delle conclusioni sia della teoria dei mercati dei capitali sia della teoria della finanza d'impresa e costituiscono un ponte essenziale per l'ulteriore approfondimento del rapporto tra finanza d'impresa e mercati dei

(1) Il termine « titolo » viene usato per semplicità nel senso ampio di bene d'investimento (asset).

capitali. Il presente studio si colloca in questa direzione: nelle sezioni 2 e 3 espone sinteticamente i principi fondamentali del CAPM e i conseguenti incentivi al frazionamento della proprietà delle imprese; nella sezione 4 introduce una distinzione fondamentale per il resto dello studio, tra imprese a proprietà diffusa e imprese a proprietà concentrata, in relazione all'entità dell'utile totale dell'impresa assorbito da chi ne esercita il controllo; nelle sezioni 5 e 6 discute gli ostacoli all'evoluzione dal tipo d'impresa a proprietà concentrata a quello a proprietà diffusa, e la superiorità della seconda sulla prima in relazione alle opportunità di espansione sia mediante acquisizioni che mediante nuovi investimenti; nella sezione 7 considera alcune conseguenze negative, sul piano macroeconomico, che tendono a verificarsi laddove prevalga l'impresa a proprietà concentrata; e nella sezione 8 esamina alcuni aspetti del mercato azionario italiano alla luce dell'analisi precedente.

2. Il modello teorico per la determinazione del prezzo di titoli soggetti a rischio (CAPM)

In un mercato costituito da un numero dato di titoli si tratta di determinare il prezzo di ciascun titolo (e quindi, anche il suo tasso di rendimento atteso), sulla base delle aspettative degli investitori in merito al prezzo futuro (inclusivo di eventuali remunerazioni distribuite nel periodo) e al rischio di ciascun titolo.

Si assume che gli investitori siano « risk averse », cioè investano la loro ricchezza iniziale data in un portafoglio di titoli in modo tale da minimizzare il rischio a parità di reddito atteso. Si presume che i rendimenti effettivi di ciascun titolo siano distribuiti normalmente attorno al rendimento atteso, e quindi che il rischio di ciascun titolo sia misurabile in funzione del suo scarto quadratico medio. L'analisi è uniperiodale, ma Fama [3] ha dimostrato che i risultati del modello resterebbero validi anche in un'analisi multiperiodale (2). Si assume poi, ovviamente, che il mercato dei titoli sia perfettamente competitivo (3).

(2) Semplicemente il tasso di rendimento del titolo in ciascun periodo sia indipendente da quello di altri periodi.

(3) Ciò significa, tra l'altro, che ogni individuo ha le stesse opportunità di investimento, nei limiti della ricchezza di cui dispone; che nessun individuo pensa di poter influire sul prezzo o tasso di rendimento di un titolo; che non vi sono costi di transazione né tasse sugli utili, i dividendi o i guadagni di capitale.

Da queste premesse si potrebbe semplicisticamente indurre che il tasso di rendimento (atteso) di ciascun titolo debba essere maggiore quanto maggiore è il suo rischio (misurato come scarto quadratico medio attorno al rendimento atteso). Ciò è tuttavia errato poiché il rischio di ciascun titolo può essere ridotto dagli investitori diversificando il loro portafoglio.

Il meccanismo fondamentale di tale diversificazione può essere illustrato facendo riferimento ad un mercato in cui esistano due soli titoli A e B, con dati tassi di rendimento atteso $E(R)$ e scarti quadratici medi del tasso di rendimento σ_R . Se un investitore distri-

buisce la sua ricchezza iniziale tra i due titoli, in proporzione α e $(1-\alpha)$ rispettivamente, il reddito atteso da questa *combinazione*, che possiamo chiamare portafoglio D, è il seguente:

$$E(R_D) = \alpha E(R_A) + (1-\alpha) E(R_B)$$

e lo scarto quadratico medio del portafoglio D è:

$$\sigma_{R_D} = \sqrt{\alpha^2 \sigma_{R_A}^2 + (1-\alpha)^2 \sigma_{R_B}^2 + 2 \rho_{AB} \alpha(1-\alpha) \sigma_{R_A} \sigma_{R_B}}$$

dove ρ_{AB} è il coefficiente di correlazione tra i tassi di rendimento del titolo A e del titolo B ($-1 \leq \rho_{AB} \leq 1$). È chiaro che il rischio del portafoglio D (σ_{R_D}) è massimo nel caso in cui il rendi-

mento dei due titoli sia perfettamente e positivamente correlato ($\rho_{AB} = 1$), ma diminuisce quanto minore è la correlazione tra i rendimenti dei due titoli. La diversificazione del portafoglio di ciascun investitore tra titoli il cui rendimento è in parte indispensabile l'uno dall'altro consente quindi di ridurre il rischio totale a parità di rendimento.

Per approfondire il modello senza eccessivo ricorso alla matematica, si rimanda al grafico I, dove sono indicati, in A e B, i rendimenti attesi e i loro scarti quadratici medi. Il segmento AB rappresenta il luogo delle opportunità d'investimento nel caso in cui il rendimento dei due titoli sia perfettamente correlato (lo scarto quadratico medio di ogni combinazione dei due titoli, σ_{R_D} , è allora

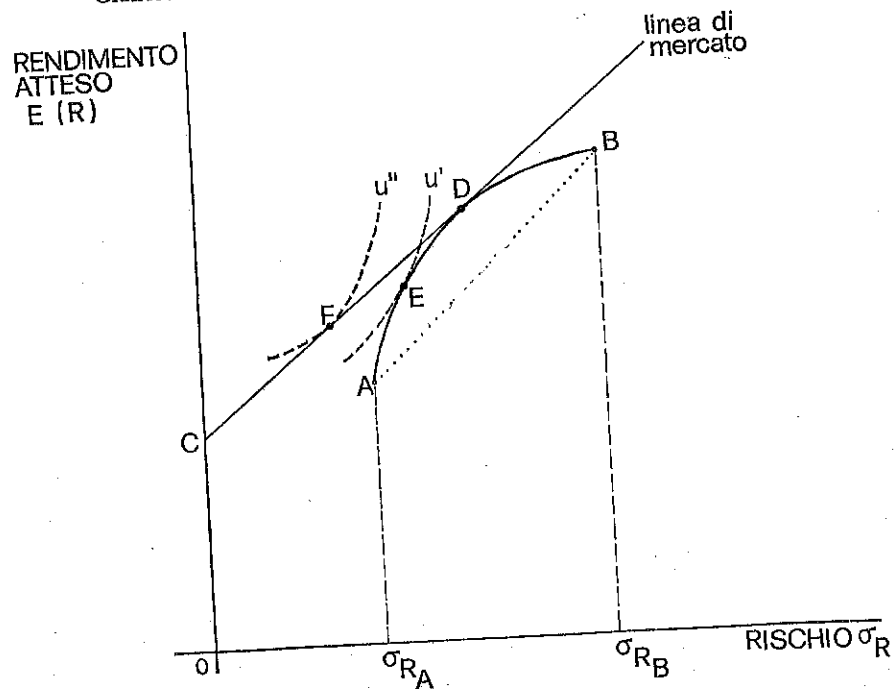
funzione lineare della proporzione di ricchezza investita in ciascun titolo) e non sia possibile quindi alcun vantaggio da diversificazione. La curva ADB rappresenta invece il luogo delle opportunità di investimento qualora il coefficiente di correlazione tra i due titoli sia inferiore ad uno. In questo caso l'investitore può ottenere da una combinazione di A e B un maggior tasso di rendimento (atteso) a parità di rischio (oppure un minor rischio a parità di rendimento atteso). La scelta delle proporzioni ottimali nelle quali la ricchezza iniziale viene investita tra i due titoli è determinata dalla tangenza (punto E nel grafico) tra il luogo delle opportunità di investimento ed una funzione di utilità dell'investitore (linee U nel grafico 1, che hanno forma convessa rispecchiando l'assunto che l'investitore sia « risk averse »).

Il modello viene completato considerando l'esistenza, oltre ai titoli A e B, anche di titoli a rischio nullo, quali ad esempio depositi bancari e titoli di Stato con scadenza al termine del periodo (4), il cui reddito può essere chiamato « interesse puro » (di seguito l'interesse puro verrà indicato col simbolo R_F , e corrisponde nel grafico 1 all'ordinata OC). In tal caso il luogo delle opportunità di investimento non è più la linea ADB bensì la linea CD, che possiamo chiamare *linea di mercato*; infatti l'investitore può raggiungere un punto qualsiasi lungo la linea CD investendo la sua ricchezza iniziale in opportuna proporzione tra titoli a rischio nullo ed il portafoglio D (che è una combinazione dei titoli A e B) (5). L'equilibrio dell'investitore viene quindi raggiunto con una combinazione di titoli (rappresentata dal punto di tangenza F nel grafico 1) che comprende sia titoli a rischio nullo che i titoli A e B. Allargando l'analisi ad un mercato composto di n titoli, è chiaro che, in equilibrio, ogni titolo deve entrare in almeno una combinazione di titoli che offra una coppia rendimento/scarto quadratico medio tale da toccare la linea di mercato. In caso contrario, per mancanza di acquisti il prezzo del titolo verrebbe depresso sinché il suo tasso di rendimento atteso non salga in misura sufficiente a consentire il soddisfacimento della condizione suddetta. Per motivi analoghi non può aversi, in equilibrio,

(4) Nel CAPM si prescinde dall'inflazione dei prezzi e si considerano tutti i rendimenti attesi in termini nominali.

(5) L'investitore può raggiungere anche punti a destra di D sulla retta CD, indebitandosi al tasso d'interesse puro ed acquistando la combinazione di titoli D per un importo superiore alla sua ricchezza iniziale. In tal modo l'investitore può aumentare proporzionalmente sia il rendimento atteso sia il rischio tramite il « leverage » finanziario.

GRAFICO 1. - RISCHIO E RENDIMENTO ATTESO DI TITOLI



alcuna combinazione di titoli che offra un rendimento atteso, a parità di rischio, superiore a quello della linea di mercato.

La determinazione matematica delle precedenti condizioni di equilibrio generale, per la quale si rimanda a Fama [4], consente di dimostrare che, in equilibrio, il rendimento atteso $E(R_i)$ di un titolo i è funzione lineare della covarianza tra lo stesso ed il rendimento atteso dell'insieme dei titoli esistenti nel mercato (R_M)

(esclusi i titoli a rischio nullo), secondo la seguente funzione:

$$E(R_i) = R_F + \lambda \text{cov}(R_i; R_M) \quad (1)$$

$$\text{dove } \lambda = \frac{E(R_M) - R_F}{\text{var } R_M}$$

Cioè, in equilibrio, il rendimento atteso del titolo i deve essere

pari al tasso d'interesse puro più il rischio specifico del titolo $[\text{cov}(R_i; R_M)]$ moltiplicato λ , che rappresenta una misura del « prezzo di mercato del rischio » (6).

3. Incentivi alla diversificazione in mercati competitivi

Consideriamo ora il caso di un'impresa interamente posseduta da un singolo investitore, che possiamo chiamare imprenditore-proprietario. Si tratta di determinare a quale prezzo questi abbia convenienza a vendere sul mercato quote successive dei titoli (azioni) rappresentativi dell'impresa j , in relazione anche al prezzo offerto dal mercato.

Dati il rischio specifico del titolo j ed il suo valore atteso al termine del periodo (7), si può determinare il prezzo offerto dal mercato all'inizio del periodo, ${}_0P_j$, sulla base della (1) esprimendo il rendimento atteso del titolo, $E(R_j)$, come rapporto tra il valore atteso del titolo al termine del periodo $E({}_1\tilde{P}_j)$ e il suo prezzo attuale. Si ottiene allora:

$${}_0P_j = \frac{E({}_1\tilde{P}_j) - \lambda \text{cov}({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)}{1 + R_F}$$

$$\text{e } {}_0P_j = \frac{E({}_1\tilde{P}_j) - \lambda^* \sqrt{\text{var } {}_1\tilde{P}_j} \rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)}{1 + R_F} \quad (2)$$

$$\text{dove } \lambda^* = \frac{E(1 + R_M) - (1 + R_F)}{\sqrt{\text{var}(1 + R_M)}}$$

Dati il tasso d'interesse puro e il prezzo di mercato del rischio (λ^*), il prezzo al quale il titolo j potrebbe essere venduto sul mercato è quindi determinato in funzione di due variabili: il valore atteso del titolo j alla fine del periodo; e il suo rischio specifico dato dalla covarianza col rendimento atteso da un portafoglio « efficiente ».

(6) Per diverse definizioni del prezzo di mercato del rischio vedasi RUBINSTEIN [18].

(7) Il valore atteso del titolo j al termine del periodo, $E({}_1\tilde{P}_j)$, deve intendersi comprensivo di eventuali dividendi o remunerazioni distribuiti nel periodo. Il rischio è valore atteso della somma dei titoli j è per definizione identico a quello dell'impresa j .

Non si tiene conto per semplicità del fatto che il prezzo unitario di mercato del titolo tende a diminuire col crescere del numero di titoli j offerti in vendita (8); tale fenomeno può essere trascurato sintanto che il valore complessivo dei titoli j sia sufficientemente piccolo rispetto alla capitalizzazione totale del mercato.

Consideriamo ora quale sia il prezzo minimo richiesto dall'imprenditore-proprietario per vendere i titoli j , nell'ipotesi che esso non derivi da tale possesso alcun altro vantaggio oltre al reddito offerto dai titoli stessi (9). Poiché tale prezzo può determinarsi solo in relazione alle opportunità alternative d'investimento offerte dal mercato, è essenziale introdurre l'ipotesi che l'imprenditore-proprietario valuti in modo identico al mercato il valore (atteso) del titolo j alla fine del periodo come pure il suo rischio (10). Si può quindi far riferimento, anche per la determinazione del prezzo richiesto dall'imprenditore-proprietario, alla precedente espressione (2). Per l'imprenditore-proprietario però, se la sua intera ricchezza è costituita dai titoli j , il rischio del titolo è rappresentato dallo scarto quadratico medio del

valore finale atteso, $\sqrt{\text{var } {}_1\tilde{P}_j}$, e non già da $\sqrt{\text{var } {}_1\tilde{P}_j \rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)}$ come indicato nell'espressione (2). E' infatti solo mediante diversificazione nell'ambito di un portafoglio efficiente che il rischio del titolo può essere ridotto sino al limite minimo dato da

$\sqrt{\text{var } {}_1\tilde{P}_j \rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)}$, essendo $\rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)$ compreso tra $+1$ e -1 . Quindi l'imprenditore-proprietario che abbia la sua intera ricchezza investita nell'impresa j sostiene, per il titolo j , un rischio superiore al rischio di mercato. Si conclude, sulla base della (2), che il prezzo minimo richiesto dall'imprenditore-proprietario è inferiore al prezzo offerto dal mercato. La differenza (e quindi l'incentivo per l'imprenditore-proprietario a vendere sul

(8) Principalmente perché vengono mutati i valori delle covarianze, nel senso di ridurre il beneficio ottenibile mediante diversificazione. Un'ulteriore motivo è l'esistenza di aspettative non omogenee da parte degli investitori per quanto concerne i valori attesi e le covarianze. Di ciò non si tiene conto nel CAPM poiché si assumono quantità date di titoli.

(9) Prescindendo cioè dall'esistenza di «utili di controllo», all'esame dei quali è invece dedicata la sezione seguente.

(10) Si potrebbe obiettare a questo proposito che l'imprenditore-proprietario è probabilmente in grado di valutare con maggiore esattezza del mercato sia il valore atteso che il rischio specifico del titolo rappresentativo della sua impresa. Sebbene ciò sia plausibile, non per questo è lecito dedurre che la valutazione dell'imprenditore-proprietario sia di regola più ottimista di quella del mercato, e quindi l'analisi del testo non viene inficiata.

mercato i titoli rappresentativi della sua impresa) è tanto maggiore quanto maggiore è la quota del rischio totale del titolo che può essere eliminata mediante diversificazione (11) e quanto maggiore è la quota della ricchezza totale dell'imprenditore-proprietario investita nell'impresa. Quest'ultimo fattore, che discende dall'entità della diversificazione possibile nell'ambito del portafoglio dell'imprenditore-proprietario, implica che il prezzo minimo richiesto da quest'ultimo cresce col crescere della quota di capitale sociale ceduta sino ad approssimare il prezzo di mercato, al qual prezzo l'imprenditore-proprietario conserva solo la quantità (minima) ottimale di titoli j che gli consente i massimi benefici di diversificazione (12).

Si conclude che, in mercati perfettamente competitivi, l'imprenditore-proprietario avrebbe convenienza a cedere quasi tutti i titoli della sua impresa per diversificare il suo portafoglio. La proprietà di ogni impresa dovrebbe risultare frazionata tra un numero molto vasto di investitori. Con ciò, tra l'altro, si minimizzerebbe la somma dei rischi sostenuti da tutti gli investitori (13), accrescendo il benessere collettivo. Se questa dispersione della proprietà non si verifica in realtà, uno dei motivi principali va ricercato a nostro avviso nella invalidità dell'ipotesi che i detentori di un numero qualunque di azioni partecipino, pro quota, a tutti gli utili ed i benefici diretti ed indiretti prodotti dall'impresa.

4. Imprese a proprietà diffusa ed imprese a proprietà concentrata

Per approfondire il rapporto tra teoria dei mercati finanziari e teoria dell'impresa consideriamo come l'analisi precedente venga alterata ove si tenga conto della distinzione tra controllo e proprietà, e

(11) La porzione del rischio totale del titolo j che può essere eliminata mediante diversificazione è data da:

$$[1 - \rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M)] \sqrt{\text{var } {}_1\tilde{P}_j}$$

Nel caso limite in cui la società j fosse ad esempio una holding il cui andamento rispecchiasse fedelmente quello del mercato dei titoli in generale [$\rho({}_1\tilde{P}_j; 1 + R_M) = 1$], non vi sarebbe ovviamente alcun incentivo da parte dell'imprenditore-proprietario a vendere i titoli.

(12) Tale quantità ottimale, nel caso di aspettative omogenee da parte degli investitori, è una quota della ricchezza individuale proporzionale al rapporto tra il valore dei titoli j ed il valore totale dei titoli del mercato. Vedasi a questo proposito LINTNER [9].

(13) Vedasi a questo proposito LINTNER [10].

degli utili e benefici particolari che derivano dall'esercizio del controllo.

Si può ritenere che, per ogni impresa data, tanto maggiori sono gli utili ed i vantaggi ottenuti da chi ne esercita il controllo (14), tanto minori sono gli utili percepiti dagli azionisti dell'impresa. Si può perciò pensare che l'utile complessivo, in senso lato, di una impresa venga idealmente diviso tra due componenti: l'utile « di controllo » e l'utile « della nuda proprietà », cioè della proprietà di per sé disgiunta dal controllo dell'impresa (15). L'utile della nuda proprietà è dato dai dividendi distribuiti e dall'aumento di valore del titolo, e dovrebbe riflettere, almeno nel lungo periodo, l'andamento degli utili di bilancio della società. L'utile di controllo può assumere forme assai varie; esemplificando, ne indichiamo di seguito alcune delle principali: a) *remunerazioni dirette ed indirette*, quali l'attribuzione di stipendi e benefici superiori ad un normale compenso per servizi professionali, i compensi degli amministratori, l'uso personale di beni dell'impresa; b) *canalizzazione di utili al di fuori dell'impresa* sia mediante l'attribuzione di stipendi e « consulenze » a parenti ed amici, sia mediante una vasta gamma di mezzi illeciti quali i compensi a società di comodo, acquisti a prezzi elevati da fornitori con cui si hanno speciali rapporti e via dicendo; c) l'uso a proprio vantaggio di informazioni disponibili solo a chi ha il controllo (*insider information*) per comprare o vendere il titolo anticipando il mercato, o in altre forme, ad esempio per acquistare terreni vicini ad un nuovo stabilimento in progetto, e così via.

E' chiaro che la quota dell'utile complessivo dell'impresa assorbita sotto forma di utile di controllo dipende principalmente da due fattori: la percentuale del capitale sociale posseduta da chi ha il controllo ed il contesto istituzionale del mercato (paese) in cui l'impresa opera.

Nella realtà non esistono mercati perfetti; tuttavia esistono situazioni che si avvicinano abbastanza all'ipotesi di impresa nella quale i possessori di titoli, anche per piccole quote, ricevono, pro quota, l'intero utile prodotto dall'impresa, essendo l'utile di controllo mi-

(14) In aggiunta, ovviamente, alla quota parte di utili percepita in quanto proprietario di una quota parte di capitale azionario.

(15) Non necessariamente la somma di queste due componenti sarà pari all'utile totale dell'impresa quale risulterebbe se non esistesse distinzione tra proprietà a controllo, a causa delle distorsioni nella gestione che possono originare proprio dall'esistenza di tale distinzione.

nimo o nullo. Possiamo far riferimento, ad esempio, a moltissime imprese statunitensi, sia grandi che medie, nelle quali il gruppo dirigente che ha il controllo possiede solo una quota irrisoria del capitale sociale, essendo quest'ultimo ripartito tra un gran numero di azionisti (16). In queste imprese il gruppo dirigente non può attribuirsi remunerazioni (dirette od indirette) esorbitanti rispetto ai propri servizi poiché la sua permanenza al controllo dipende dal continuo consenso degli azionisti, mentre la possibilità di usare « *insider informations* » (17) o di canalizzare utili al di fuori della impresa a proprio vantaggio è severamente limitata dalla disciplina legale, dal sistema contabile e dal comportamento etico dei dirigenti stessi, dei dipendenti e della società in genere. In queste condizioni, e specie nel caso di imprese molto grandi, la quota di utile totale dell'impresa assorbita dal controllo è probabilmente abbastanza piccola da potersi trascurare (18). Definiamo dunque questo tipo d'impresa *impresa a proprietà diffusa* in contrapposto al termine *impresa a proprietà concentrata* che usiamo nelle sezioni seguenti per indicare ogni impresa nella quale il gruppo di controllo è in condizione di appropriarsi di una quota rilevante dell'utile totale sotto forma di utile di controllo (19).

5. Ostacoli all'evoluzione dall'impresa a proprietà concentrata a quella a proprietà diffusa

Nella sezione 3 abbiamo visto che, in un mercato competitivo dove non esistano utili di controllo, l'imprenditore-proprietario ha convenienza a vendere sul mercato la quasi totalità dei titoli (azioni)

(16) Tra i vari studi empirici in questo settore si veda in particolare LARNER [7].

(17) Negli Stati Uniti esistono norme assai rigide sull'operato degli « *insiders* »; basti ricordare che ogni utile da questi ottenuto da transazioni sul titolo concluse in un periodo inferiore a 6 mesi viene espropriato a favore dell'impresa senza bisogno di dimostrare che vi sia stato illecito. A questo fine vengono considerati « *insiders* », oltre ai possessori di più del 10 per cento delle azioni, anche tutti i dirigenti.

(18) Si può ricordare che, nel caso in cui il gruppo dirigente possieda una quota importante del capitale e desideri cederla, come quando un gruppo esterno dia la scaltata al controllo dell'impresa, l'acquirente è obbligato dalle regole della Securities Exchange Commission ad effettuare l'acquisto mediante offerta pubblica e quindi il piccolo azionista è in grado, almeno in teoria, di ottenere un prezzo unitario eguale a quello ottenuto dagli azionisti più grossi.

(19) Come si è detto la possibilità di beneficiare di notevoli utili di controllo dipende non solo dalla diffusione della proprietà ma anche dalla struttura istituzionale del mercato. In molti paesi, ad esempio, un potente incentivo alla canalizzazione degli utili dell'impresa sotto forma di utili di controllo può venire dalla struttura e dall'inefficienza del sistema fiscale.

rappresentativi dell'impresa per beneficiare al massimo della diversificazione dei rischi. Il ricavo totale ottenibile dalla vendita sul mercato di quote del capitale dell'impresa (curva *m* nel grafico 2) è infatti superiore al ricavo minimo richiesto dall'imprenditore-proprietario (curva *p* nel grafico) per i motivi discussi (20).

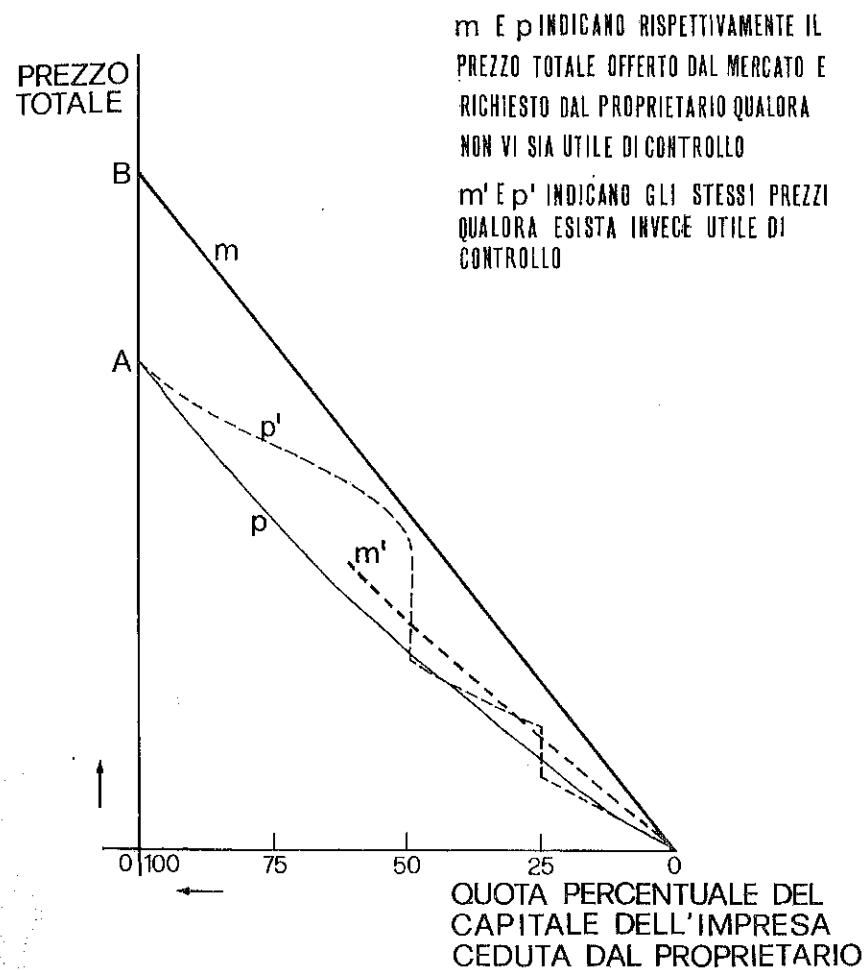
Consideriamo ora come l'esistenza di utili di controllo alteri le conclusioni precedenti. Poiché una quota dell'utile totale prodotto dall'impresa viene assorbita da chi ne ha il controllo, l'utile ottenuto dalla proprietà dei titoli di per sé, disgiunta dal controllo (che abbiamo chiamato « utile della nuda proprietà »), risulta ridotto. Quindi, in presenza di utili di controllo, il prezzo unitario offerto dal mercato per le azioni di una stessa impresa risulterà inferiore a quello indicato nella sezione 3, e così pure sarà inferiore il ricavo totale ottenibile dalla vendita di quote del capitale dell'impresa (curva *m'* nel grafico 2).

Per quanto concerne l'imprenditore-proprietario, il ricavo minimo da questi richiesto per cedere la totalità delle azioni dell'impresa (OA nel grafico) è presumibilmente lo stesso, vi sia o non vi sia utile di controllo. Invece, il ricavo minimo richiesto per cedere quote del capitale dell'impresa, in presenza di utili di controllo, varierà a seconda che queste cessioni comportino o meno una riduzione o la perdita dell'utile di controllo. La curva del ricavo totale minimo richiesto dall'imprenditore-proprietario avrà quindi un andamento « a gradini » (21) (curva *p'* nel grafico 2). E' impossibile formalizzare con precisione la curva di offerta dell'imprenditore-proprietario poiché l'entità dell'utile di controllo è determinata da fattori istituzionali, legali ed etici difficilmente quantificabili. Tuttavia, è lecito ritenere che il ricavo minimo richiesto per cedere una quota iniziale superiore al 50 per cento del capitale dell'impresa sia maggiore del prezzo che sarebbe richiesto per la stessa quota in assenza di utili di controllo (curva *p*), poiché così facendo l'imprenditore-proprietario perde

(20) Il ricavo totale ottenibile dalla vendita sul mercato è determinato dalla espressione (2) alla sezione 3. Il ricavo minimo richiesto dall'imprenditore-proprietario è inferiore perché, come già visto, il prezzo unitario minimo da questi richiesto, pur essendo crescente al crescere della quota di azioni ceduta, resta inferiore al prezzo di mercato sinché non venga ceduta la quasi totalità delle azioni.

(21) Il « gradino » più alto si avrà, come indicato nel grafico, in corrispondenza della cessione del 50 per cento del capitale sociale, che comporta per l'investitore-proprietario il rischio di perdere o di dover ridurre sostanzialmente l'utile di controllo. Si possono però avere anche altri « gradini » quando, ad esempio, per certe deliberazioni si richiama l'approvazione di più del 75 per cento o 67 per cento del capitale e quindi la vendita di più del 25 per cento o 33 per cento del capitale riduca la libertà d'azione dell'imprenditore-proprietario.

GRAFICO 2. - PREZZO DI QUOTE DEL CAPITALE D'IMPRESA QUALORA VI SIA E QUALORA NON VI SIA UTILE DI CONTROLLO



l'utile di controllo (22) e resta con una quota di azioni che fruttano solo l'utile della nuda proprietà, cioè un utile inferiore a quello che frutterebbe una analoga quota di titoli in un mercato competitivo

(22) O comunque rischia di perderlo. Ciò dipende anche dal fatto se la quota venduta sia ceduta ad un altro investitore singolo oppure sia piazzata sul mercato dei capitali tra molti investitori che non sono in grado di contrastare all'imprenditore-proprietario il suo controllo sull'impresa.

senza utili di controllo (23). Si può avere quindi una specie di « trappola » (come indicato nell'esempio del grafico 2), per cui l'esistenza di condizioni istituzionali che consentono (24) l'accaparramento di notevoli utili di controllo non permette all'imprenditore-proprietario di ottenere sul mercato un prezzo sufficientemente elevato da indurlo a cedere se non quote minoritarie dell'impresa (25), e non permette perciò la progressiva trasformazione dell'impresa dal tipo a proprietà concentrata verso quello a proprietà diffusa (su questo aspetto si rimanda anche alla sezione 7).

6. Superiorità dell'impresa a proprietà diffusa

Consideriamo ora il caso in cui coesistano, in uno stesso mercato, imprese a proprietà diffusa e imprese a proprietà concentrata. Le prime si trovano in condizione di superiorità rispetto alle seconde, sotto molteplici aspetti. In primo luogo, l'impresa a proprietà diffusa è in grado di acquistare imprese a proprietà concentrata offrendo un prezzo superiore a quello che l'imprenditore-proprietario potrebbe ottenere vendendo le azioni sul mercato o ad un altro investitore. Infatti, l'impresa a proprietà diffusa, con utile di controllo pressoché nullo, è in grado di vendere sul mercato nuove azioni ad un prezzo rispecchiante l'intero utile atteso e non già il solo utile della nuda proprietà. Perciò, assumendo per semplicità che il rischio specifico dell'impresa acquirente e di quella acquisita sia lo stesso, e che tutte le risorse siano unicamente costituite da capitali di rischio (26), l'impresa a proprietà diffusa è in grado di finanziare l'acquisto emettendo azioni ad un prezzo che rispecchia l'intero valore che avrebbe

(23) Il fatto che la cessione di azioni che comporta anche la cessione del controllo avvenga di regola a prezzi nettamente più elevati della cessione di azioni (della stessa impresa) che non alterano il controllo trova ampia conferma nella realtà.

(24) Il sistema d'imposizione fiscale può addirittura agire come incentivo potente alla canalizzazione degli utili dell'impresa sotto forma di utili di controllo.

(25) La convenienza o meno a cedere quote minoritarie è determinata da diversi fattori, quali il beneficio di diversificazione dei rischi e, per contro, l'eventuale riduzione dell'utile di controllo dovuta alla riduzione nella quota di capitale dell'imprenditore-proprietario. Con riferimento al grafico 2, la convenienza a cedere certe quote minoritarie è determinata dai punti in cui la linea m' è al di sopra della linea p' .

(26) Nell'ambito delle ipotesi assunte tale semplificazione non altera la validità delle conclusioni raggiunte, in quanto, come dimostrato da MODIGLIANI e MILLER [14], variazioni nella struttura finanziaria non mutano il costo del capitale per l'impresa, in mercati perfetti, senza tasse. Parimenti, le conclusioni raggiunte restano valide anche quando l'impresa acquirente e quella acquisita abbiano rischi diversi: vedasi RUBINSTEIN [17].

sul mercato l'impresa acquistata qualora non esistessero utili di controllo (0B nel grafico 2).

Se l'imprenditore-proprietario vendesse le azioni sul mercato ricaverebbe invece un prezzo rispecchiante il solo utile della nuda proprietà, per i motivi già discussi (27). D'altronde, vendendo l'intero capitale dell'impresa ad un altro investitore, l'imprenditore-proprietario potrebbe bensì ottenere un compenso anche per la cessione dell'utile di controllo, ma, poiché l'acquirente dovrebbe presumibilmente investire nell'acquisto una quota molto elevata della propria ricchezza totale con conseguente perdita dei benefici di diversificazione dei rischi, il prezzo totale sarebbe inferiore a quello offerto dall'impresa a proprietà diffusa.

Considerazioni analoghe valgono per i criteri di accettazione di nuovi investimenti (28). Per l'impresa a proprietà diffusa che è in grado di raccogliere fondi emettendo nuove azioni al prezzo di mercato (29), il criterio di accettazione è che il tasso di rendimento atteso (30) sia superiore o almeno pari a quello del capitale già investito.

Per l'impresa a proprietà concentrata, si esamini prima il caso in cui l'investimento venga finanziato con denaro fresco dall'imprenditore-proprietario (31). Per i motivi già discussi relativi alla differenziazione dei rischi, col crescere della quota della sua ricchezza

(27) Teoricamente l'imprenditore-proprietario potrebbe ottenere il prezzo pieno, e non solo quello corrispondente alla nuda proprietà, se vendesse sul mercato tutte le azioni assieme, ponendosi in condizione di non poter più conseguire alcun utile di controllo. Tuttavia ciò è in pratica irrealizzabile poiché il passaggio da azienda familiare ad azienda a larga base azionaria può avvenire solo per gradi e sempreché gli utili di controllo siano sufficientemente bassi da consentirlo.

(28) Si assume ancora, per semplicità, che questi abbiano lo stesso rischio specifico del capitale già investito e che vengano finanziati senza alterare il « leverage » finanziario. Vedasi nota 26.

(29) Come già precisato nella sezione 2, si prescinde dall'esistenza di costi di transazione. Qualora poi l'offerta di un numero addizionale di titoli sul mercato comportasse una riduzione nel prezzo di equilibrio, il rendimento atteso del nuovo investimento dovrebbe essere superiore a quello del capitale già investito in misura sufficiente per compensare tale fattore negativo. Questa condizione tuttavia si porrebbe egualmente per l'impresa a proprietà concentrata ed il confronto tra le due sviluppato nel testo non verrebbe quindi invalidato.

(30) Ciò che qui importa è il tasso di rendimento atteso dal mercato e non il tasso di rendimento atteso dai dirigenti. Sebbene quindi lo schema concettuale sia semplice, occorre tenere conto della difficoltà obiettiva, per i dirigenti, di valutare quale sia il tasso di rendimento atteso dal mercato nei confronti sia del nuovo investimento sia del capitale già investito. A questo riguardo, il rapporto utile/prezzo o altri dati storici non rappresentano criteri validi.

(31) È forse superfluo ricordare che, avendo ipotizzato l'assenza di costi di transazione e di tasse sul reddito, l'autofinanziamento è del tutto identico all'emissione di nuovi titoli e quindi non interessa come fonte di finanziamento distinta.

totale investita nell'impresa, il valore attribuito dall'imprenditore-proprietario alle azioni dell'impresa (curva p' nel grafico 3) decresce. Per sottoscrivere un dato numero addizionale di azioni ($n - m$ nel grafico 3) l'imprenditore-proprietario non è perciò disposto a sborsare più della somma indicata dall'area A nel grafico. Perché i titoli abbiano caratteristiche eguali ai titoli preesistenti (32), è però necessario che la redditività del nuovo investimento effettuato con i fondi

così raccolti sia pari a $r \frac{(A + B + C)}{A}$ dove r è il tasso di rendi-

mento dei titoli preesistenti ed $(A + B + C) / A$ (vedasi le aree indicate nel grafico 3) è il rapporto tra il potenziale valore di mercato dei nuovi titoli e il valore (inferiore) che l'imprenditore-proprietario è disposto a pagare per gli stessi. Si può concludere quindi che, per effettuare nuovi investimenti con l'apporto di denaro fresco dell'imprenditore-proprietario, l'impresa a proprietà concentrata richiede un tasso di rendimento atteso nettamente superiore al tasso accettabile per lo stesso tipo d'investimento da parte di un'impresa a proprietà diffusa.

In alternativa l'impresa a proprietà concentrata può finanziarsi vendendo nuovi titoli sul mercato. In questo caso però non ricaverà il prezzo di mercato ottenuto dall'impresa a proprietà diffusa (p nel grafico 3) bensì un prezzo inferiore (p'') rispecchiante il solo utile della nuda proprietà (restando il controllo dell'impresa nelle mani dell'imprenditore-proprietario). Perché l'investimento venga effettuato è allora

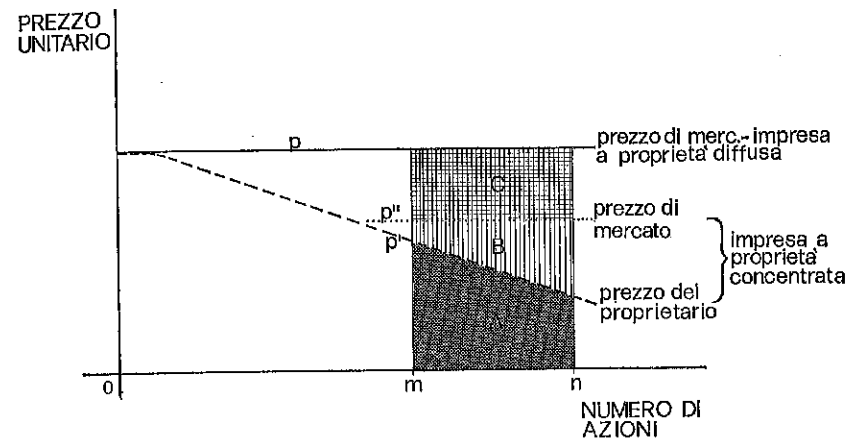
necessario che la sua redditività attesa sia pari a $r \frac{(A + B + C)}{(A + B)}$,

cioè ancora superiore al tasso di rendimento minimo richiesto dall'impresa a proprietà diffusa. Questa condizione d'altronde non è di per sé sufficiente. E' anche necessario che la redditività dell'investimento sia abbastanza elevata da compensare l'imprenditore-proprietario per l'eventuale riduzione nel suo utile di controllo dovuta alla maggiore disciplina sul suo operato come conseguenza dell'immis-

(32) Evidentemente non avrebbe senso considerare aumenti nel numero dei titoli che ne alterassero il contenuto unitario di redditività, come avverrebbe ad esempio se si suddividessero i titoli esistenti in un numero maggiore di titoli lasciando immutata la consistenza dell'impresa.

sione di nuovi azionisti nella società (33). La struttura della proprietà dell'impresa e la disciplina istituzionale sull'operato di chi esercita il controllo appaiono quindi fattori determinanti per le scelte d'investimento dell'impresa.

GRAFICO 3. - PREZZO DELLE AZIONI DI IMPRESE A REDDITO E RISCHIO IDENTICI



Per concludere, si può rilevare anche che la superiorità dell'impresa a proprietà diffusa, sotto gli aspetti discussi in questa sezione, può considerarsi una delle principali cause della grande espansione degli investimenti diretti americani in Europa, come abbiamo sostenuto in un precedente articolo su questo argomento [16]. Infatti, tali investimenti sono stati effettuati quasi interamente da imprese statunitensi del tipo « a proprietà diffusa » e sono avvenuti pur in presenza di un flusso opposto ed altrettanto imponente di acquisti di azioni (di minoranza) di imprese americane da parte di investitori europei. Entrambi questi fenomeni possono trovare una valida spiegazione nel fatto che negli Stati Uniti è predominante l'impresa a proprietà diffusa mentre in Europa è predominante l'impresa a proprietà concentrata.

(33) In questo rispetto, il fatto che, nel grafico 3, la curva p'' sia tracciata al di sopra della curva p' non giustifica quindi la conclusione che, per l'impresa a proprietà concentrata, sia in ogni caso conveniente finanziare i nuovi investimenti con fondi raccolti sul mercato piuttosto che con fondi versati dall'imprenditore-proprietario.

7. Segmentazione del mercato dei capitali

Data la superiorità dell'impresa a proprietà diffusa, le imprese a proprietà concentrata dovrebbero tendere a scomparire, quanto meno al di sopra di certe dimensioni (34) se i due tipi di impresa coesistessero sullo stesso mercato. Ma lo sviluppo di imprese a proprietà diffusa è a sua volta determinato, come già detto, dalla struttura istituzionale del mercato (paese) in cui l'impresa opera, in particolare per quanto concerne la disciplina legale ed etico-sociale sull'operato di chi controlla l'impresa, che coinvolge anche aspetti contabili, fiscali e di organizzazione industriale. E' quindi logico aspettarsi, come si riscontra nella realtà, che vi siano alcuni mercati (paesi) nei quali l'impresa a proprietà diffusa è prevalente (35) (gli Stati Uniti d'America sono il tipico esempio), mentre in altri mercati (tra i quali possiamo includere l'Italia) non esistono praticamente imprese a proprietà diffusa ma solo imprese a proprietà concentrata (36). In quest'ultimo tipo di mercato, che possiamo chiamare « inefficiente » (37) nel senso che non consente il passaggio dall'impresa a proprietà concentrata all'impresa a proprietà diffusa, il mercato azionario può avere solo un ruolo secondario sia nella raccolta del risparmio sia come parametro per la determinazione del costo del capitale rilevante per le scelte d'investimento dell'impresa. Inoltre, particolarmente grave ci sembra il fatto che una struttura di mercato inefficiente comporta inevitabilmente una *segmentazione* del mer-

(34) Il permanere di un gran numero di imprese a proprietà concentrata accanto ad imprese a proprietà diffusa, anche nei mercati più efficienti, trova spiegazione in una quantità di « eccezioni » al modello teorico proposto che ovviamente non possono essere qui analizzate. Basti dire che, evidentemente, tanto più piccola è l'impresa tanto più determinante è il ruolo del proprietario quale imprenditore, e tanto meno quindi il valore dell'impresa si presta ad essere incorporato in titoli rappresentativi della proprietà, anche indipendentemente dall'entità dell'utile di controllo che l'imprenditore-proprietario è in grado di accaparrarsi.

(35) Come quota di mercato e non, ovviamente, come numero di imprese.

(36) Per quanto riguarda l'Italia, ad esempio, è facile verificare che tra le società quotate, sia alla borsa che al « mercatino », si possono contare sulle dita le società finanziarie quali il gruppo di controllo (che può essere a sua volta costituito da una società finanziaria) possiede meno del 50 per cento dei titoli, o in ogni caso meno di un pacchetto sufficientemente grande (per grandi società può bastare anche il 30-45 per cento) da porlo al riparo da qualsiasi tentativo di « scalata » in borsa. Una conferma si ha anche nel fatto che non vi è mai stata in Italia un'offerta pubblica di acquisto (O.P.A.), tranne un caso che del resto non ha avuto successo.

(37) L'attributo non è ovviamente riferito agli aspetti tecnici dell'attività di negoziazione dei titoli in borsa, ma solo agli aspetti istituzionali di natura più generale che abbiamo discusso prima.

cato dei capitali in diversi sottomercati differenziati a seconda della *dimensione* della ricchezza totale degli investitori. Così, un piccolo investitore può solo investire, oltre che in depositi bancari, obbligazioni o singoli beni reali di valori limitato, in azioni che fruttano il solo utile della nuda proprietà (38).

Investitori con ricchezze di medie dimensioni invece possono anche creare (od acquistare) imprese medio-piccole dalle quali ricavano, oltre l'utile della nuda proprietà, anche l'utile di controllo, oppure possono acquistare beni reali di maggior valore unitario. Ragionamento analogo vale per gli investitori con ricchezze di grandi dimensioni.

Nell'ambito di ciascuno di questi segmenti di mercato (che non hanno d'altronde limiti ben netti) i tassi di rendimento dei vari beni capitali (assets) dovrebbero risultare più alti quanto maggiore è il loro rischio specifico, determinando all'interno di ciascun segmento una « linea di mercato » conforme a quanto visto nelle sezioni precedenti. Verosimilmente però la « linea di mercato » del settore di mercato aperto solo ad investimenti di grandi dimensioni offre, a parità di rischio, un tasso di rendimento superiore a quello ottenibile nel settore di mercato aperto anche ad investimenti più ridotti. Infatti, mentre gli investitori di grandi dimensioni potrebbero, se fosse per loro conveniente, effettuare anche gli investimenti aperti ai piccoli investitori, questi ultimi *non* possono invece accedere agli investimenti di grosse dimensioni, poiché il veicolo per farlo, cioè l'impresa a proprietà diffusa, non esiste. La segmentazione del mercato dei capitali comporta una serie di conseguenze negative:

a) sul piano dell'*equità*, poiché permette agli investitori con grossi patrimoni di ottenere, a parità di rischio, rendimenti più elevati di quelli ottenibili da piccoli investitori;

b) sul piano della *dimensione aziendale*, poiché stimola la formazione di un gran numero di piccole imprese mentre rende molto difficile la loro crescita in imprese di grosse dimensioni (39), riducendo così i margini per l'introduzione di economie di scala;

(38) I pacchetti di controllo delle imprese vengono di regola scambiati fuori borsa a prezzi assai più elevati, com'è da aspettarsi visto che essi fruttano anche l'utile di controllo.

(39) Infatti, investitori di medie e grandi dimensioni, anziché ripartire il loro portafoglio e i rischi relativi tra parecchi titoli quotati in borsa, hanno convenienza a concentrare la loro ricchezza in singole imprese delle quali possono avere il controllo.

c) sul piano delle *rendite di oligopolio*, poiché rende ancor più difficile l'ingresso di nuovi concorrenti in settori oligopolistici che richiedono grosse dimensioni minime (40) (il che stimola a sua volta, l'intervento dello Stato o investimenti diretti da parte di grosse imprese straniere a proprietà diffusa);

d) sul piano dell'*efficienza della gestione*, in quanto da un lato l'imprenditore-proprietario inefficiente non corre il rischio di essere estromesso dagli azionisti direttamente o indirettamente (41) mediante acquisti in borsa (O.P.A.) da parte di un altro gruppo, e dall'altro lato la convenienza a diventare imprenditori-proprietari, piuttosto che investire in un portafoglio differenziato di titoli, trasforma in imprenditori una quantità di persone che non avrebbero le doti per affermarsi come tali in un mercato competitivo.

8. Alcune considerazioni sul mercato azionario italiano

Possiamo concludere con alcune considerazioni sugli aspetti del mercato azionario italiano che più colpiscono, in una prospettiva internazionale. Si rileva innanzitutto che, mentre l'emissione di azioni, in rapporto al reddito nazionale, appare in Italia assai elevata rispetto agli altri maggiori paesi industriali (vedasi tavola 1), il ruolo della borsa è invece ridottissimo, sia come volume di transazioni sia come fonte di finanziamento delle imprese (42). L'alto volume di nuove emissioni è in parte dovuto ad un « gonfiamento » statistico dei dati, in quanto quasi la metà delle nuove azioni emesse vengono

(40) Per questo, e per altri aspetti di veda SCOGNAMIGLIO [19].

(41) L'assenteismo assembleare del piccolo investitore viene spesso indicato, in Italia, come una delle cause della separazione tra controllo e proprietà. A parte il fatto che non si vede perché i piccoli investitori dovrebbero partecipare attivamente ad assemblee di imprese a proprietà controllata quando non hanno la minima possibilità di influire sulla loro conduzione, a nostro avviso, in un mercato efficiente, lo strumento di gran lunga più significativo col quale la massa dei piccoli azionisti può condizionare i dirigenti è quello del *prezzo di borsa del titolo*; poiché la sfiducia che porta ad un ribasso del prezzo apre appunto la strada a « take overs » o comunque a mutamenti nella politica aziendale.

(42) Il valore di mercato delle società quotate in Italia, alla fine del '72, era eguale, ad esempio, a quello dell'Olanda, e pari a meno della metà di quello della Francia ed un decimo di quello dell'Inghilterra; il numero delle società quotate in Italia era 150, contro 400 in Olanda, 830 in Francia e 3.500 in Inghilterra: vedasi *The Economist*, 30 dicembre 1972; un quadro analogo può desumersi dallo studio di BIANCHI e VECCIA [2].

EMISSIONI DI AZIONI A PAGAMENTO IN ALCUNI PRINCIPALI PAESI

	Milioni di dollari (media annuale 1963-1972)	In percentuale del P.N.L.			
		Media 1961-1965	Media 1966-1970	1971	1972
Italia	1.189	2.03	1.34	1.73	1.98
Belgio	335 (3)	1.42	1.90
Francia	1.111	1.03	0.89	0.89	0.92
Germania	817	0.66	0.50	0.62	0.50
Giappone	2.148	3.08	1.68	1.20	1.58
Inghilterra (1)	603	0.82	0.42	0.45	1.11
Olanda	57	0.61	0.20	0.10	0.04
Stati Uniti (2)	5.974	0.41	0.50	1.22

Fonte: OCSE: *Statistiche Finanziarie*.

(1) Solo società quotate; (2) Solo società non finanziarie; (3) Media 1963-1970.

sottoscritte da società finanziarie e da altre società (43). Tuttavia, più significativo appare il fatto che in Italia, a differenza di altri paesi industriali, la quasi totalità delle nuove emissioni è effettuata da società non quotate. La parte delle società quotate sul volume totale delle nuove emissioni, dopo aver raggiunto, negli anni di euforia della borsa, il 31 per cento nel 1961 ed il 51 per cento nel 1962, è scesa bruscamente a meno del 20 per cento negli anni seguenti, toccando il 16 per cento appena nel periodo 1970-1973 (44). Sebbene l'interpretazione di questi dati richieda grande cautela, sembra legittimo concludere che in Italia vi è effettivamente una importante corrente di risparmio che affluisce al settore imprese sotto forma di sottoscrizioni azionarie, ma questo afflusso è costituito quasi esclusivamente da apporti diretti dell'imprenditore-proprietario (o del

(43) Nei quattro anni 1970-73, le nuove emissioni di azioni a pagamento sono state sottoscritte per il 47 per cento da società, per il 19 per cento da imprese ed enti pubblici, per il 19 per cento dall'estero, e solo per il 15 per cento da « privati ». Questi dati, come quelli citati di seguito nel testo, sono ricavati dalla Relazione annuale della Banca d'Italia.

(44) Guardando alle consistenze, la percentuale del capitale sociale complessivo delle società per azioni italiane rappresentata da società quotate è scesa dal 45 per cento nel 1962 al solo 33 per cento nel 1971. Tra il 1956 ed il 1972 il numero delle società per azioni italiane è raddoppiato mentre il numero delle società quotate è rimasto pressoché invariato.

INDICI DEI CORSI DEI TITOLI QUOTATI
(società industriali)

	Media 1972 in percentuale degli anni indicati		
	1963	1960	1958
Giappone (1)	261	337	658
Inghilterra	201	219	364
Olanda	139	160	322
Germania	144	114	311
Canada	173	229	257
Stati Uniti	166	206	247
Francia	103	111	177
Italia (1)	66	55	127

Fonte: F.M.I. *International Financial Statistics*.

(1) L'indice si riferisce a tutte le società quotate, non solo alle società industriali come per gli altri paesi.

« gruppo di controllo » tra cui va compreso lo Stato per le imprese pubbliche). Questa situazione può trovare una spiegazione nelle considerazioni teoriche svolte nelle sezioni precedenti: la carenza di disciplina istituzionale sull'operato di chi controlla le imprese fa sì che chi ha fondi da investire non trovi convenienza a sottoscrivere azioni di minoranza, ma solo azioni di imprese delle quali abbia il controllo. A nostro avviso questa è anche una causa importante della crescente dispersione della struttura economica italiana (45), sebbene ad essa concorrano anche altri fattori (46).

Un altro degli aspetti del mercato finanziario italiano che più colpiscono è lo scarso rendimento delle azioni quotate, particolarmente nell'ultimo decennio. Tra il 1958 ed il 1972 l'indice dei corsi dei titoli quotati è aumentato solo del 27 per cento in Italia, mentre

(45) Al contrario di quanto avviene negli altri paesi industriali, negli ultimi due decenni in Italia il peso delle imprese minori è andato crescendo e si calcola che nel 1971 esse rappresentassero circa il 70 per cento dell'occupazione totale nel settore manifatturiero, contro il 30-40 per cento in Germania, Stati Uniti e Gran Bretagna.

(46) Vedasi il recente studio di FORTE [6].

negli altri principali paesi industriali l'indice è, in media, triplicato (tavola 2). Inoltre negli altri paesi si nota un incremento progressivo nel tempo, sia pure con varie oscillazioni, mentre per l'Italia, se si considera come anno base il 1960 invece del 1958, il valore medio dei titoli quotati risulta, nel 1972, pressoché dimezzato.

Assai interessante è anche il confronto tra il rendimento delle azioni (quotate) e quello di altri strumenti finanziari, all'interno del mercato italiano. Le rilevazioni di Mediobanca [12] indicano che un capitale investito in azioni (47) dall'inizio del 1961 a metà 1972, avrebbe comportato una perdita media annua dell'uno per cento (senza tenere conto della perdita di potere d'acquisto intervenuta nel frattempo). Si può calcolare invece che un capitale investito in obbligazioni avrebbe fruttato nello stesso periodo un tasso annuo medio composto del 5 per cento e certamente risultati ancora migliori si sarebbero ottenuti investendo in qualunque bene reale, particolarmente immobili. In uno studio recente il prof. Baffi [1] rileva che, calcolando il rendimento a potere d'acquisto costante, nel periodo 1960-1972 un investimento in azioni avrebbe comportato una perdita annua composta dell'1,71 per cento, mentre per un investimento in obbligazioni si avrebbe avuto un utile medio annuo composto dello 0,72 per cento. Nel periodo 1965-1973 le azioni avrebbero fruttato lo 0,60 per cento annuo, le obbligazioni il 2,33 per cento annuo.

Questi dati sono in netto contrasto col modello teorico (CAPM) delle azioni precedenti, che è fondato sull'ipotesi (la quale ha d'altronde avuto ampia conferma empirica per gli Stati Uniti: vedasi Fama e MacBeth [5]) che il rendimento di titoli a rischio maggiore sia superiore a quello di titoli a rischio minore. E' in realtà difficile spiegare perché in Italia si continuano a comprare (o tenere in portafoglio) azioni (quotate) visto che queste comportano un rischio (inteso come variabilità dell'indice dei corsi) assai più elevato di altri « titoli », quali obbligazioni o depositi bancari, mentre offrono un rendimento nettamente minore. E' ben vero che alcuni operatori di borsa possono aver realizzato, nel corso degli anni, ingenti guadagni con operazioni di breve termine, ma, nella misura in cui il rendimento complessivo ponderato della totalità delle azioni quotate è stato minimo se non negativo, i guadagni di alcuni devono essere

(47) Nell'ipotesi che il capitale iniziale sia stato ripartito tra 137 azioni quotate in proporzione all'importanza relativa di ciascuna società, e che i dividendi ed ogni altro provento di ciascuna azione siano stati immediatamente reinvestiti in azioni della medesima società.

stati compensati dalle perdite di altri. Questa situazione non potrebbe quindi giustificare il perdurante interesse per la borsa (sia pure per volumi ridotti), se non nella misura in cui esistano, tra un gran numero di investitori, alcuni che amano il rischio come tale, cioè agiscono come « risk lovers », invece che come « risk averters ». Ma certo non è pensabile che la borsa possa avere più che un ruolo marginale sinché i rendimenti medi delle azioni, nel loro complesso e per lunghi periodi di tempo, non superano quelli di altri beni d'investimento meno rischiosi (48). Un'altra spiegazione può ricercarsi nel fatto che i rendimenti medi delle azioni quotate sopra indicati si riferiscono al solo reddito che abbiamo sopra chiamato della « nuda proprietà » e niente dicono sugli utili « di controllo » di cui beneficiano i gruppi di controllo delle imprese. E' da ritenere che tali utili siano, in Italia, rilevanti, poiché non si spiegherebbe altrimenti perché i gruppi di controllo delle imprese (private) quotate abbiano continuato ad acquistare azioni della propria società con denaro fresco, sia pure in misura ridotta e limitatamente ai quantitativi necessari a tutelare la propria posizione maggioritaria, invece di liquidare progressivamente per reinvestire in forme più redditizie.

9. Sommario e conclusioni

Un punto fondamentale nella moderna teoria dei mercati dei capitali (CAPM) è la possibilità per gli investitori di ridurre il rischio specifico di ciascun titolo mediante *diversificazione* del loro portafoglio. Si dimostra quindi che, in un mercato competitivo, nessun investitore avrebbe convenienza a concentrare una quota rilevante della propria ricchezza in un singolo titolo, e la proprietà di ogni impresa dovrebbe risultare frazionata tra un gran numero di investitori.

Uno dei principali motivi per cui ciò spesso non si verifica va ricercato nella distinzione tra controllo e proprietà, e negli utili e benefici particolari ottenuti da chi esercita il controllo dell'impresa riducendo così l'utile percepito dagli azionisti in quanto tali. Si

(48) I confronti internazionali di natura empirica in questo campo sono ancora pochissimi. Merita tuttavia citare uno studio di MODIGLIANI [15] ed altri dal quale risulta, tra l'altro che, per il periodo 1966-1971, in tutti i paesi con mercato azionario ben sviluppato, il rendimento medio delle azioni nel loro complesso è stato nettamente superiore al tasso d'interesse sui depositi bancari confermando così la validità dell'ipotesi fondamentale del CAPM.

distinguono due tipi d'impresa: quella a proprietà diffusa, nella quale l'entità dell'utile assorbito dal controllo è modesta, e quella a proprietà concentrata dove l'utile di controllo è rilevante.

Si dimostra che l'impresa a proprietà diffusa è in grado di finanziarsi mediante emissione di nuove azioni a condizioni più favorevoli dell'impresa a proprietà concentrata, e quindi è avvantaggiata nella espansione sia mediante acquisizioni sia mediante nuovi investimenti. I criteri per l'accettazione di nuovi investimenti variano a seconda della struttura della proprietà dell'impresa.

Si dimostra anche che, laddove il sistema istituzionale consente utili di controllo molto elevati, il prezzo offerto dal mercato per le azioni di un'impresa può essere talmente basso da indurre il proprietario a non cedere se non quote minoritarie. Si crea così una « trappola » che impedisce l'evoluzione dal tipo d'impresa a proprietà concentrata al tipo a proprietà diffusa. Nei paesi in cui prevale l'impresa a proprietà concentrata si verifica una segmentazione del mercato dei capitali in relazione alla dimensione della ricchezza dei singoli investitori, con conseguenze negative sul piano sia dell'efficienza sia dell'equità. Una breve analisi della realtà italiana conferma l'assoluta prevalenza del tipo d'impresa a proprietà concentrata e alcuni aspetti negativi connessi.

GIORGIO RAGAZZI

BIBLIOGRAFIA

- [1] PAOLO BAFFI, « Il risparmio in Italia, oggi », *Bancaria*, febbraio '74.
- [2] BRUNO BIANCHI e RINALDO VEGGIA, « Quadro comparativo della legislazione, del funzionamento e della dimensione dei mercati azionari nei principali paesi industriali », Banca d'Italia, *Bollettino*, marzo-aprile 1973.
- [3] EUGENE F. FAMA, « Multiperiod Consumption - Investment Decisions », *American Economic Review*, marzo 1970.
- [4] EUGENE F. FAMA, « Risk, Return and Equilibrium », *Journal of Political Economy*, febbraio 1971.
- [5] EUGENE F. FAMA and JAMES D. MACBATH, « Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests », *Journal of Political Economy*, maggio-giugno 1973.
- [6] FRANCESCO FORTE, « L'impresa: grande, piccola, pubblica, privata », in *Il caso italiano* a cura di Fabio Luca Cavazza e Stephen R. Granbard, Garzanti, 1974.
- [7] R. J. LARNER, « Ownership and Control in the 200 Largest Nonfinancial Corporations, 1929-1963 », *American Economic Review*, settembre 1966.
- [8] JOHN LINTNER, « Security Price, Risk and Maximal Gains from Diversification », *Journal of Finance*, dicembre 1965.
- [9] JOHN LINTNER, « The Aggregation of Investor's Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Markets », *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, dicembre 1969.

- [10] JOHN LINTNER, «The Market Price of Risk, Size of Market and [Investor's Risk Aversion», *Review of Economics and Statistics*, febbraio 1970.
- [11] HARRY L. MARKOWITZ, «Portfolio Selection», *The Journal of Finance*, marzo 1952.
- [12] MEDIOBANCA, *Indici e dati relativi ad investimenti in titoli quotati nelle borse italiane (1958-1972)*, Milano, 1972.
- [13] MARTON H. MILLER e FRANCO MODIGLIANI, «Dividend Policy, Growth and Valuation of Shares», *Journal of Business*, ottobre 1961.
- [14] FRANCO MODIGLIANI e MARTON H. MILLER, «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, giugno 1958.
- [15] FRANCO MODIGLIANI ed altri, «Efficienza dei mercati europei dei capitali e confronto con il mercato americano», in *Atti del 1° Convegno Internazionale sulla Borsa Valori*, Milano, 14-16 marzo 1972.
- [16] GIORGIO RAGAZZI, «Mercati dei capitali, tassi di cambio ed investimenti diretti all'estero», *Note Economiche*, 1973 N. 5-6.
- [17] MARK E. RUBINSTEIN, «A Mean-variance Synthesis of Corporate Financial Theory», *The Journal of Finance*, marzo 1973.
- [18] MARK E. RUBINSTEIN, «A Comparative Static Analysis of Risk Premiums», *The Journal of Business* (University of Chicago), ottobre 1973.
- [19] CARLO SCOGNAMIGLIO, «Le funzioni della borsa valori», in *La Borsa Valori*, a cura di G. Pivato, A. Giuffrè, Milano 1972.
- [20] WILLIAM F. SHARPE, «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *The Journal of Finance*, settembre 1964.
- [21] JAMES TOBIN, «Liquidity Preference and Behaviour towards Risk», *Review of Economic Studies*, febbraio 1958.