

Il sistema di gestione aziendale nel settore bancario: qual è lo stato attuale delle nostre conoscenze in merito?*

STEPHEN PROWSE

Come opera il meccanismo di gestione aziendale nelle banche? in cosa è simile e in che diverge dal meccanismo operante in imprese non finanziarie? quali sono i motivi delle eventuali differenze? il problema del controllo aziendale è più serio nel settore bancario che in quello non bancario, e perché? qual è l'impatto sul problema del rischio morale tra azionisti bancari e piani di assicurazione sui depositi del modo in cui viene ridotto il problema di agenzia tra azionisti e dirigenti nelle banche? vi sono differenze sistematiche nel modo in cui le banche vengono amministrate nei principali paesi industrializzati?

Tali questioni hanno suscitato nell'ultimo decennio maggiore interesse presso i responsabili politici e i ricercatori di tutti i paesi industrializzati. Tuttavia fino a pochissimo tempo fa la ricerca in questo campo era relativamente limitata. Vi sono vari motivi per l'accresciuto interesse, tra accademici e politici, nel meccanismo di gestione aziendale che opera nel settore bancario.

In primo luogo, vi è l'importanza costante del settore in tutti i paesi sviluppati. Nonostante il preteso declino, negli ultimi anni, in alcuni paesi industrializzati, l'attività bancaria resta un'industria estremamente importante sia per la trasmissione della politica monetaria, sia per l'istradamento del risparmio verso aziende e nuclei familiari. In tutti i paesi industrializzati, le banche rimangono il fornitore principale di credito, essendo responsabili di una percentuale che va dal 40% (negli Stati Uniti) all'85% (in Italia) del credito totale messo a

□ Federal Reserve Bank of Dallas, Dallas (USA).

* Le opinioni espresse in questo articolo sono unicamente dell'autore e non implicano alcuna responsabilità da parte della Federal Reserve Bank of Dallas o del Federal Reserve System.

disposizione dell'attività economica e dei consumatori (Tabella 1); inoltre sono gli intermediari finanziari più importanti in questi paesi, fornendo tra il 50% (negli Stati Uniti) e il 92% (nel Regno Unito) del totale dei prestiti messi a disposizione dei mutuatari. Pertanto i responsabili politici, attenti a un'efficiente intermediazione dei risparmi della nazione, sono chiaramente interessati al modo in cui le aziende di credito si autogovernano. L'avvertimento lanciato da Schumpeter nel 1939 (p. 116) è ancora oggi rilevante:

«[...] le tradizioni e gli standard possono essere assenti a un tale grado che in pratica chiunque può essere trascinato nell'attività bancaria, trovare clienti, e trattare con loro secondo le proprie idee [...] Ciò, per se stesso, [...] è sufficiente a trasformare la storia dell'evoluzione capitalista in una storia di catastrofi».

TABELLA 1

IMPORTANZA RELATIVA DELLE BANCHE NEI PAESI INDUSTRIALIZZATI, 1993

	Mutui bancari come percentuale dei mutui totali	Mutui bancari come percentuale del credito totale
Stati Uniti	50	40
Regno Unito ^a	92	75
Germania	89	84
Giappone	54	49
Italia	89	85
Francia ^b	85	72

^a Il Regno Unito include le società di credito edilizio.

^b La Francia include le istituzioni di credito specializzate.

Fonte: Bank for International Settlements (1995).

In secondo luogo, i drammatici mutamenti che stanno avvenendo nei sistemi finanziari di molti paesi sviluppati hanno aumentato l'interesse dei responsabili politici nella costituzione di un contesto legale e normativo che incoraggi una gestione efficiente delle banche. Molti paesi industrializzati, come Giappone e Germania, hanno recentemente avviato modifiche importanti nei loro mercati finanziari. Altri, come Francia e Italia, stanno considerando la possibilità di effettuare un grande sforzo di privatizzazione in concomitanza con cambiamenti nei loro sistemi finanziari. Infine, i paesi ex comunisti stanno istituendo sistemi totalmente nuovi per quanto riguarda il diritto di proprietà, il diritto commerciale e i mercati finanziari.

Nel decidere come tracciare i nuovi contorni dei loro mercati finanziari, i responsabili politici devono decidere il modo ottimale in cui organizzare il sistema bancario, il cui esito è vitale per la salute economica del paese, e devono anche stabilire il contesto legale e normativo che permetterà alle banche di essere amministrate nel modo più efficiente possibile. Nel farlo, i responsabili politici trarrebbero chiaramente beneficio dal conoscere e comprendere i fattori che hanno un impatto sulla gestione di un'azienda di credito.

L'interesse dei politici è andato aumentando a causa dei problemi, che hanno avuto una notevole risonanza, di cui hanno sofferto, in anni recenti, gli istituti creditizi di molti paesi del mondo industrializzato. Nell'ultimo decennio i sistemi bancari statunitensi, giapponesi, svedesi, norvegesi e finlandesi hanno tutti sperimentato una notevole sofferenza finanziaria. In realtà, sebbene gli Stati Uniti vengano spesso additati per i loro problemi bancari, la dimensione relativa della sofferenza finanziaria nell'attività bancaria è stata di gran lunga superiore nei paesi scandinavi e in Giappone (si veda Bank for International Settlements 1993). In tutti questi paesi ci si è interrogati sulla possibile causa di tali problemi nel settore bancario. Spesso si è parlato degli effetti dell'assicurazione dei depositi sugli incentivi degli azionisti della banca ad assumersi un rischio supplementare. Tuttavia, recentemente, tali problemi sono stati collegati, per lo meno negli Stati Uniti, a un presunto problema di controllo aziendale nel settore bancario. Allo stesso modo, Murto (1994) ha verificato che le banche finlandesi sono entrate in crisi nei tardi anni '80 per avere ampliato troppo velocemente la propria quota di mercato, il che potrebbe riflettere una preferenza dei dirigenti per la dimensione a scapito del profitto. La percentuale di insolvenze bancarie risultanti da un problema di controllo aziendale ha suscitato negli anni '80 un certo interesse nel campo della ricerca sull'efficienza del sistema di gestione nelle banche.

Inoltre i ricercatori sono sempre più interessati a come i meccanismi di gestione aziendale in genere varino in contesti legali e normativi diversi. Un filone di ricerca si è occupato dell'esame delle differenze esistenti nei meccanismi di gestione di imprese non finanziarie tra paesi con contesti legali e normativi diversi (si veda ad esempio Prowse 1995a). Un altro possibile metodo da seguire è quello di mettere a confronto il meccanismo di gestione di imprese dello stesso paese che operano in condizioni legali e normative

diverse. Le aziende di credito operano in contesti legali e normativi sostanzialmente diversi da quelli delle società non finanziarie e quindi può essere interessante esaminare le differenze nei meccanismi di gestione tra imprese bancarie e imprese non finanziarie.

Ad esempio, le restrizioni normative presenti nel mercato per quanto riguarda il controllo aziendale rispetto agli istituti di credito e i vantaggi oligopolistici di cui hanno tradizionalmente goduto le banche commerciali nell'emettere credito assicurato possono significare che importanti meccanismi esterni del mercato volti a mantenere la disciplina tra i dirigenti - l'acquisizione e il mercato del prodotto - si sono rivelati notevolmente più deboli per le banche. Il contesto normativo dell'industria bancaria può servire, fino a un certo punto, da sostituto al più debole meccanismo di mercato del controllo aziendale. Tuttavia, l'intervento delle autorità normative è generalmente considerato un sostituto più oneroso dei meccanismi di controllo del mercato, sia perché i problemi burocratici e politici interferiscono con il funzionamento efficiente delle commissioni regolamentatrici, sia perché massimizzare il valore dell'azionista (l'obiettivo dei meccanismi di mercato) non è lo stesso che massimizzare la probabilità di fallimento (l'obiettivo del legislatore). Il contesto legale e normativo particolare per quanto riguarda gli istituti di credito non è un fenomeno limitato agli Stati Uniti. In realtà nella maggior parte dei paesi industrializzati le banche sono state trattate in modo diverso dalle loro controparti non finanziarie, sia in relazione all'assicurazione (implicita o esplicita) delle loro passività, sia in relazione al potere che hanno i legislatori sui mutamenti a livello di controllo aziendale negli istituti di credito. Quindi è possibile che in molti paesi la natura e l'efficacia del meccanismo di controllo aziendale nelle banche differiscano in modo accentuato da quelle nelle imprese non finanziarie.

Gli studi sul meccanismo di controllo aziendale nelle *imprese non finanziarie* sono numerosi. In confronto, tuttavia, risulta scarsa la ricerca sul meccanismo di controllo aziendale nelle banche, anche se recentemente vi è stato un aumento d'interesse in questo campo di ricerca. Lo scopo di questo articolo è di passare in rassegna la letteratura attuale, riassumere lo stato delle nostre conoscenze sul meccanismo di controllo aziendale negli istituti di credito e porre una serie di domande per la futura ricerca su questo tema.

In primo luogo farò una panoramica dei vari meccanismi di controllo aziendale che concorrono a formare il sistema di gestione di un'azienda. Considererò poi come il contesto legale e normativo nella

maggior parte dei paesi possa ostacolare il funzionamento di alcuni di questi meccanismi, e dare origine a differenze, nelle banche, in come viene imposta la disciplina sui dirigenti rispetto ad altre imprese. Passerò in rassegna, poi, la letteratura scientifica su questo problema, iniziando dal modello della vigilanza delegata di Diamond (1984), passando per la prima letteratura empirica sulla preferenza per la spesa dei dirigenti nel settore bancario (comportamento relativo alle preferenze di spesa), fino alla letteratura più recente che esamina come interagiscono le questioni inerenti al rischio morale e al controllo aziendale nell'attività bancaria, e quali sono i meccanismi di controllo aziendale più importanti in questo settore. Anche se la maggior parte di questa letteratura si occupa essenzialmente dell'attività bancaria negli Stati Uniti, cercherò di mettere in luce l'attività bancaria in altri paesi, e di trarre conclusioni di ordine generale valide per l'attività bancaria di tutti i paesi. Infine, esaminerò alcune questioni che dovranno essere trattate in futuro e delinearò alcune implicazioni politiche dallo stato attuale della ricerca.

1. Una panoramica dei meccanismi di controllo aziendale

Fin da Berle e Means (1932) e Coase (1937), gli economisti si sono resi conto che le imprese - bancarie e non - non sono le semplici funzioni di produzione rappresentate nella maggior parte dei manuali di microeconomia, ma possono essere soggette a problemi riguardanti il controllo aziendale e il finanziamento esterno. Tali problemi insorgono dal fatto che gli azionisti, i dirigenti e i creditori di un'impresa generica hanno ognuno preferenze diverse su come le risorse dell'azienda debbano essere impiegate, e che i finanziatori esterni hanno a loro disposizione metodi imperfetti per valutare ciò che i dirigenti stanno facendo con il loro denaro. Poiché le asimmetrie d'informazione tra azionisti, dirigenti e creditori rendono, per i finanziatori esterni, impossibile stipulare contratti con l'impresa che garantiscano che l'agente (la direzione) agisca sempre nel migliore interesse del rappresentato (*principal*), i dirigenti possono trovare qualche scappatoia per impegnare l'azienda in attività che sono nel migliore interesse dei dirigenti stessi e non in quello degli investitori dell'impresa. La situazione è ulteriormente complicata dal fatto che vi

sono sempre molteplici rappresentati in una grande impresa, come gli azionisti e i titolari di credito, i quali hanno anch'essi preferenze diverse che possono creare conflitti.

Esistono, tuttavia, vari meccanismi di controllo aziendale che includono il sistema generico di gestione aziendale, che possono evitare che l'impresa si allontani troppo dalle politiche di massimizzazione del valore a vantaggio di una categoria di interessati e a scapito delle altre. Stiglitz (1985) sottolinea che il più importante tra questi meccanismi implica la concentrazione con cui sono detenuti i diritti finanziari dell'azienda. Se il capitale netto dell'azienda è concentrato nelle mani di pochi investitori, ogni investitore avrà sufficienti incentivi personali per investire nella raccolta di informazioni e nel monitoraggio della direzione. Inoltre, la loro grande partecipazione azionaria dà loro anche la capacità di esercitare un controllo sulla direzione o tramite il loro potere di voto o mediante i loro rappresentanti nel consiglio di amministrazione, o grazie a entrambi. Similmente se il debito dell'azienda è concentrato nelle mani di pochi mutuant, questi investitori avranno anch'essi un incentivo a impegnarsi nel monitoraggio.¹

In assenza di una concentrazione dei diritti, vi sono vari meccanismi indiretti con i quali gli investitori possono vigilare sulla direzione. I mutuant sparsi si affidano principalmente ai termini contrattuali - la scadenza del prestito e le convenzioni - per controllare il comportamento del mutuatario. Gli azionisti sparsi si basano principalmente sul consiglio di amministrazione per tutelarsi contro una direzione incompetente o che tende a sottrarsi ai propri obblighi. Si presume che siano i consigli di amministrazione ad assumere, licenziare e fissare il compenso dei massimi dirigenti, a vigilare sulle loro azioni, a dare suggerimenti e a porre il veto su decisioni mediocri. Sebbene questi meccanismi di controllo a disposizione di azionisti e mutuant possano chiaramente operare anche in condizioni di proprietà dispersa del debito e del capitale netto, è probabile che siano più efficaci, se i diritti sono maggiormente concentrati nelle mani di pochi investitori.

Importanti meccanismi per incoraggiare la disciplina manageriale possono anche essere i mercati, funzionanti in modo ottimale e competitivi per il lavoro manageriale, il capitale azionario e il prodotto finale. Il mercato del lavoro manageriale può aiutare a mantenere

¹ Naturalmente, come vedremo più tardi, l'assicurazione dei depositi può attenuare questi incentivi per i mutuant a enti creditizi (depositanti).

la disciplina tra i dirigenti grazie alla concorrenza presente tra dirigenti all'interno e all'esterno dell'impresa. Per poter far coincidere gli interessi dei dirigenti e quelli degli azionisti, è anche importante il compenso dei primi è vincolato alla redditività dell'impresa. I mercati finanziari possono anch'essi imporre vincoli al comportamento dei dirigenti. La direzione deve preoccuparsi delle condizioni a cui il capitale verrà fornito all'impresa. Anche i dirigenti disonesti dovrebbero desiderare un finanziamento meno oneroso dei propri sollazzi. Persino la minaccia credibile di un'acquisizione, in cui di solito la direzione viene sostituita, può spingere i dirigenti ad agire negli interessi degli azionisti. Infine, la concorrenza nel mercato per il prodotto finale può avere un effetto disciplinare sulla direzione, brandendo lo spettro della bancarotta per quelle imprese che non sono gestite in modo efficace dai propri dirigenti.

Finora non abbiamo fatto alcuna distinzione tra imprese a seconda del loro campo di attività o del contesto legale e normativo. Deve tuttavia essere chiaro che i diversi contesti legali e normativi riferiti ad aziende specifiche possono influenzare il potere e l'efficacia sia dei singoli meccanismi di controllo aziendale, sia del sistema di gestione aziendale in generale. In particolare, il diverso contesto legale e normativo in cui operano gli istituti di credito in molti paesi può implicare che il sistema di gestione aziendale nel settore bancario sia diverso da quello del settore non bancario.

Negli Stati Uniti, ad esempio, la regolamentazione federale e statale del mercato delle acquisizioni bancarie costituisce una grande differenza nel contesto legale e normativo del settore bancario. In questo vi sono sempre state importanti restrizioni nel mercato delle acquisizioni. Ad esempio, il Bank Holding Company Act (nella versione emendata del 1970) e il National Banking Act richiedono in genere che l'acquirente di una banca commerciale sia anch'esso una banca commerciale o una holding bancaria - le fusioni tra società non bancarie e banche commerciali sono vietate - e vi sono restrizioni più generali sulla proprietà degli istituti di credito da parte di società non finanziarie.

Inoltre la regolamentazione può implicare oneri maggiori e una maggiore perdita di tempo nelle acquisizioni ostili autorizzate all'interno dell'attività bancaria commerciale rispetto ai settori non bancari. Le normative bancarie interstatali ad esempio possono vietare molte fusioni bancarie possibili. In aggiunta le acquisizioni bancarie subiscono di solito grandi ritardi dovuti all'esame obbligatorio da parte dei

legislatori bancari e del Ministero di grazia e giustizia (si veda Baradwaj, Fraser e Furtado 1990). L'iter per l'acquisizione può durare in tutto quattro mesi e oltre. In molti casi queste restrizioni possono rendere la minaccia di un'acquisizione ostile nel settore delle banche commerciali – in cui la rapidità è di solito essenziale – insufficiente a mantenere la disciplina tra i dirigenti.

Tali restrizioni possono anche influenzare la struttura della proprietà delle banche commerciali. Attualmente le società e le aziende non finanziarie in importanti settori finanziari, come quello dell'industria assicurativa, non possono possedere banche commerciali negli Stati Uniti. La legge, in gran parte, limita la proprietà di banche commerciali a singoli individui o ad altre banche commerciali. Sebbene tale restrizione riduca la possibilità che le banche abbiano azionisti con grandi quote a rischio, essa riduce anche l'efficacia di uno dei meccanismi di controllo aziendale: la sorveglianza e il monitoraggio effettuati dagli azionisti motivati dalle loro grandi partecipazioni azionarie.

Un altro fattore importante è l'assicurazione dei depositi. Come avviene per ogni società a responsabilità limitata con un debito insoluto, gli azionisti bancari sono incentivati ad assumersi un rischio inefficiente. Tuttavia il problema è più grave nelle banche commerciali in cui gli azionisti sono inoltre tradizionalmente soggetti a incentivi devianti che hanno origine dall'esistenza di premi a prezzo fisso per l'assicurazione dei depositi. Questi premi diventano una sovvenzione per gli azionisti bancari, che aumenta in valore con la rischiosità della banca. Così gli azionisti bancari hanno incentivi ancora più forti ad accettare investimenti a rischio inefficiente, i quali sono a loro vantaggio, ma a scapito del fondo assicurativo dei depositi e dei contribuenti che sostengono il fondo.² Inoltre, i mutuanti bancari (depositanti) non hanno più bisogno di sorvegliare le operazioni bancarie, eliminando quindi qualsiasi incentivo del mercato privato, che gli investitori possono avere, a controllare il rischio bancario.

La concorrenza nel mercato del prodotto può avere un ruolo nel ridurre il grado di allontanamento dei dirigenti dagli obiettivi di massimizzazione del valore. Le banche commerciali negli Stati Uniti hanno avuto tradizionalmente forti vantaggi oligopolistici dal punto

² I premi assicurativi dei depositi basati sul rischio vennero introdotti negli Stati Uniti da una disposizione del FDIC Improvement Act nel 1993. È passato troppo poco tempo per dire se ciò ha ridotto gli incentivi inerenti al rischio morale nell'attività bancaria.

di vista delle passività della loro attività commerciale – l'emissione di debito assicurato. Tale posizione di oligopolio può avere spinto gli istituti di credito a essere più efficienti in alcuni aspetti della loro attività, ad esempio, nel modo in cui i dirigenti seguono fino a un certo grado le politiche di massimizzazione del valore, restando tuttavia competitivi rispetto ad altre istituzioni finanziarie che non hanno goduto del vantaggio di emettere passività sostenute da una garanzia federale. Tuttavia i vantaggi per gli istituti di credito di emettere un debito assicurato si sono probabilmente ridotti negli ultimi anni con l'emergere di un certo numero di buoni sostituti, come i fondi comuni d'investimento a capitale variabile del mercato monetario.

La maggior parte di questi aspetti riguardanti il contesto legale e normativo del settore bancario statunitense si applica anche in altri paesi. La normativa prudenziale è più o meno simile in tutti i principali paesi industrializzati, e implica la sorveglianza degli indici di bilancio e la diversificazione del rischio. Tutelare i piccoli depositanti è quasi universalmente considerato, nel mondo industrializzato, un obiettivo di politica pubblica. Sebbene i piani formali di assicurazione dei depositi varino ampiamente per portata e dimensione tra paesi, un elemento comune alla maggior parte dei paesi industrializzati è l'universale riluttanza dei governi a permettere il fallimento di grandi enti creditizi. Nella maggior parte dei paesi il mercato delle acquisizioni bancarie è regolamentato. In Germania, Italia, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti le fusioni bancarie e le partecipazioni interbancarie richiedono una notifica e un'autorizzazione preliminari da parte delle autorità (si veda OECD 1992). Vi sono alcune differenze nella regolamentazione sulla proprietà bancaria; Regno Unito, Stati Uniti e Italia hanno in genere più restrizioni all'acquisizione di importanti pacchetti azionari in istituti di credito da parte di istituzioni finanziarie non bancarie o da parte di società non finanziarie. In generale, tuttavia, le banche differiscono dalle altre imprese nella maggior parte dei paesi per quanto riguarda la loro normativa prudenziale, l'assicurazione dei depositi e la regolamentazione del mercato delle fusioni. Perciò è prevedibile che qualunque sia la differenza nel modo in cui le imprese bancarie e quelle non bancarie si amministrano, tale differenza sia un fenomeno internazionale.

2. La gestione aziendale nel settore bancario: una rassegna della letteratura

Diamond (1984) è stato il primo a trattare la questione della gestione aziendale degli enti creditizi (quando definì il problema del monitoraggio delegato) nella teoria dell'intermediazione bancaria. Nelle teorie precedenti, a un intermediario (ad esempio una banca) veniva delegato il compito oneroso di controllare i contratti di prestito stipulati con imprese che si erano rivolte all'intermediario stesso per il prestito. Gli intermediari finanziari avevano un vantaggio in termini di costo nel raccogliere le informazioni sull'impresa mutuataria perché l'alternativa (prestito diretto alle imprese da parte di singoli risparmiatori) implicava sia la duplicazione degli sforzi di monitoraggio, nel caso in cui ogni mutuante effettuasse un monitoraggio diretto, sia un problema in termini di *free rider* in cui il monitoraggio non veniva effettuato da alcun mutuante poiché la quota di ognuno di loro risultava essere alla fin fine estremamente ridotta. Diamond fu il primo a notare che la delega di questo compito di monitoraggio a un intermediario causava problemi in termini d'incentivo all'intermediario stesso - il problema del controllo del controllo. Egli esaminò le condizioni alle quali la funzione d'intermediazione era efficiente al netto - cioè quando gli oneri del monitoraggio delegato risultavano inferiori alle economie di costi lorde dovute al cumulo della funzione d'intermediazione.

Nel modello di Diamond vi sono due modi per controllare i problemi d'incentivo: il monitoraggio e la stipula di contratti. Una caratteristica generale della maggior parte dei problemi tra rappresentanti e agente è che se vi è poca incertezza in gioco, allora la prestazione di un agente può essere strettamente legata al suo comportamento. Quindi i depositanti bancari possono utilizzare i contratti di credito per indurre le banche, che sono diversificate e perciò esposte a scarsa incertezza, a controllare in modo efficiente le imprese a cui erogano prestiti. A queste condizioni, l'intermediazione finanziaria risulta efficiente perché i costi generati dal problema del monitoraggio delegato sono bassi rispetto ai costi risparmiati evitando il problema della duplicazione o del *free rider*.

Tuttavia ciò non significa necessariamente che il problema del monitoraggio delegato non implichi costi elevati in se stesso e per se stesso, e anche se ciò non si avverasse, rimane intatta la questione di

come si può applicare oggi il modello di Diamond al contesto istituzionale e normativo degli istituti creditizi di molti paesi. Il modello di Diamond richiede che i dirigenti bancari possano ricevere incentivi corretti a controllare in modo efficiente avendo contratti di credito con i depositanti. Oggi ciò vale senz'altro nella maggior parte delle banche della maggior parte dei paesi - nei loro finanziamenti i depositi fanno la parte del leone. Tuttavia vi è una serie di complicazioni supplementari nel mondo reale che turbano l'applicabilità del risultato di Diamond. La prima è l'assicurazione dei depositi, che Diamond non considera nel suo modello; essa esiste implicitamente o esplicitamente nella maggior parte dei paesi industrializzati ed elimina gli incentivi per i depositanti a sanzionare le banche mediante tassi di deposito più elevati nel caso in cui la banca non controlli in modo efficiente i propri mutui. Inoltre dà agli azionisti incentivi ad assumere un rischio eccessivo. La seconda è che in molti paesi (ad esempio in Giappone e in Germania), gli istituti di credito detengono, oltre al credito, anche il capitale netto delle imprese che controllano. È difficile dire se queste differenze siano tali da modificare il risultato di Diamond. In fin dei conti, il modello di Diamond può in pratica rivelare ben poco della gravità dei problemi riguardanti il controllo aziendale negli istituti creditizi - sono necessarie prove empiriche, la cui raccolta è appena iniziata.

In realtà vi è una quantità relativamente limitata di letteratura empirica, in particolare degli ultimi anni, che cerca di documentare l'esistenza di problemi di controllo aziendale tra azionisti e dirigenti bancari. Molta della letteratura precedente utilizza dati degli anni '70, se non anteriori, ed è quindi scarsamente rilevante per l'industria bancaria nella sua attuale configurazione. Tuttavia un rinnovato interesse su tale problema ha apportato nuove conoscenze su come operi il meccanismo di gestione aziendale nelle banche e sulla possibile esistenza oggi di un problema inerente al controllo aziendale nel settore bancario.

3. La letteratura precedente: comportamento relativo alle preferenze di spesa

La letteratura precedente su questo tema può prendere come punto di partenza l'analisi del comportamento relativo alle preferenze di spesa di Edwards (1977). Lo studio di Edwards sulla relazione tra struttura del mercato del prodotto e spese per articoli per i quali i dirigenti dovrebbero avere una preferenza diede origine a una serie di studi simili, quali quelli di Hannan e Mavinga (1980), Smirlock e Marshall (1983) e Akella e Greenbaum (1988), che si dedicarono alla relazione tra la struttura del mercato del prodotto, il livello fino a cui potevano giungere i dirigenti nell'agire nel proprio interesse inteso come interesse opposto a quello dei loro azionisti (negligenza manageriale) e il comportamento dell'impresa.

Questa letteratura ha varie caratteristiche comuni. In primo luogo, essa proponeva in modo esplicito la teoria della preferenza di spesa di Williamson (1963) come ipotesi alternativa alla teoria neoclassica che rappresentava l'impresa come una semplice funzione di produzione. Nel contesto ispirato a Williamson, i dirigenti dell'impresa massimizzano più l'utilità che il profitto e hanno una preferenza positiva per spese su voci come la quantità di personale, l'arredamento dell'ufficio e il lusso dei locali dell'impresa. Quando le circostanze lo permettono, i dirigenti incrementano la spesa per tali voci oltre il livello giustificato dalla massimizzazione del profitto. Le circostanze che rendono possibile tale comportamento sono la separazione della proprietà dal controllo e le imperfezioni presenti nei mercati dei beni e dei capitali. A queste condizioni, percepire e agire contro un comportamento di massimizzazione non rivolto al profitto da parte dei dirigenti può essere così costoso per gli azionisti da limitare in maniera significativa la probabilità che essi agiscano in tal senso se non nei casi più flagranti.

In secondo luogo, la metodologia generale utilizzata in questi studi era quella di definire un modello semplice di decisioni sui fattori di produzione (*input*) della banca, quindi far regredire la spesa bancaria per tali fattori su molteplici variabili di controllo oltre alla misura della struttura del mercato del prodotto (di solito un indice di concentrazione industriale) e alla misura della negligenza manageriale (di solito una misura della concentrazione della proprietà, o una variabile *dummy* basata su tale misura). L'ipotesi era che le spese

manageriali in fattori di produzione, per i quali si supposeva che i dirigenti avessero una preferenza (come spese di personale e di ufficio), erano correlate positivamente al livello di monopolio nel mercato del prodotto della banca e al grado di negligenza manageriale nella banca stessa. Quindi (ad eccezione di Akella e Greenbaum 1988) gli studi si sono concentrati sulle decisioni dei dirigenti relative ai fattori di produzione, segnatamente spese di personale e di ufficio. In particolare non venivano affatto considerati gli effetti della produzione, ovvero l'impatto del comportamento relativo alle preferenze di spesa sulla dimensione o sulla rischiosità dei flussi di cassa dell'impresa. Inoltre gli studi spesso stabilivano classificazioni *ad hoc* relativamente semplici degli istituti creditizi, dividendoli in due categorie, quelli controllati dal titolare e quelli controllati dal dirigente, sulla base di un'unica misura, il grado di concentrazione della proprietà.

Infine (ad eccezione di Akella e Greenbaum 1988), le decisioni relative ai fattori di produzione delle banche erano basate su un modello di impresa *non finanziaria*, che utilizzava ipotesi standard relative alla domanda, alla produzione e alle relazioni di mercato neoclassiche, una funzione di produzione Cobb-Douglas, un programma della domanda di mercato a elasticità costante e una quota di mercato per l'impresa determinata in modo esogeno. Tali studi erano quindi in realtà prove congiunte dell'ipotesi sulla preferenza di spesa e della validità del modello implicito nel catturare l'essenza dell'impresa bancaria, ed erano pertanto soggetti a errori nel creare un modello del reale comportamento del settore bancario.

Edwards (1977) fu il primo di questi autori. Egli utilizzò un modello semplice d'impresa per stimare una domanda di manodopera in forma ridotta. Poi applicò tale modello a un campione di banche nella metà degli anni '60, classificandole come monopolistiche o competitive, a seconda che i loro indici di concentrazione di mercato del prodotto fossero o meno al di sopra di una certa soglia. Dopo avere controllato tutta una serie di fattori, Edwards scoprì che le banche monopolistiche avevano maggiori spese di manodopera e un personale più numeroso delle banche competitive. Anche se il suo interesse era rivolto all'esame dell'impatto del potere monopolistico (più che alla struttura della proprietà) sul grado di preferenza di spesa, Edwards affermò che i suoi risultati indicavano un certo livello di libertà manageriale dalla dottrina di massimizzazione del profitto stabilita dagli azionisti.

Hannan e Mavinga (1980) hanno ampliato lo studio su tale questione esaminando come le spese relative ai fattori di produzione differissero tra istituti creditizi controllati dai titolari rispetto a quelli controllati dai dirigenti, secondo la classificazione applicata. In questo studio, una banca controllata dal titolare viene arbitrariamente definita come quella in cui l'azionista principale possiede nella banca una quota superiore al 25%. Le banche controllate dalla direzione vengono classificate come quelle in cui l'azionista principale possiede nella banca una quota pari o inferiore al 10%. Hannan e Mavinga scoprirono - coerentemente con le implicazioni del comportamento relativo alle preferenze di spesa - che le banche controllate dalla direzione, operanti in mercati non competitivi, spendevano più in articoli probabilmente preferiti dai dirigenti, come stipendi e salari totali, spese per mobili e apparecchiature e spese associate ai locali della banca, di quanto facessero le banche controllate dal titolare nella stessa situazione.

Smirlock e Marshall (1983) misero in relazione il livello del comportamento relativo alle preferenze di spesa dei dirigenti con la dimensione e la complessità della banca. Essi affermarono che, con il crescere della dimensione della banca, diminuiva il livello ottimale di concentrazione della proprietà azionaria della banca, mentre le richieste di capitale della banca superavano la ricchezza di qualsiasi singolo. Inoltre, secondo loro, la dimensione e la complessità erano positivamente correlate: con il crescere della dimensione della banca, diventava più difficile per gli azionisti esterni controllare i dirigenti per garantire la massimizzazione dei profitti. Pertanto le banche maggiori dovevano obbligatoriamente sostenere costi di agenzia superiori a quelli delle banche più piccole, e alcuni di questi costi vengono riflessi in un comportamento più orientato alla preferenza di spesa da parte dei dirigenti. In un campione di 97 banche nel 1978, i due studiosi scoprirono che il comportamento relativo alle preferenze di spesa aumentava col crescere della dimensione della banca, e che l'inclusione della variabile dimensione per le banche in realtà eliminava qualsiasi influenza su tale comportamento da parte della struttura del mercato del prodotto.

Akella e Greenbaum (1988) ampliarono ulteriormente in vari modi lo studio di Edwards. In primo luogo, utilizzarono un semplice modello stocastico di impresa finanziaria (in contrasto con il modello di impresa non finanziaria utilizzato da Edwards) per definire l'offerta di credito da parte degli intermediari finanziari. In secondo luogo, si

concentrarono sull'effetto del comportamento relativo alle preferenze di spesa sulla *produzione* dell'intermediario finanziario piuttosto che sulla sua scelta di *fattori di produzione*. In particolare si concentrarono sul livello di depositi accettati e sul livello di mutui erogati da parte del singolo intermediario finanziario, affermando che i dirigenti preferivano lavorare per imprese più grandi, poiché ciò tendeva ad aumentare i loro stipendi e il personale sotto loro sorveglianza. In terzo luogo, Akella e Greenbaum esaminarono le differenze nelle scelte di produzione tra due tipi di istituzioni di risparmio private, tra il 1978 e il 1982: quelle di tipo *mutual* e quelle di tipo *stock*. Le prime, di tipo cooperativo, sono per legge proprietà dei depositanti, i quali non hanno né diritti di proprietà né responsabilità. Nessun diritto residuale connesso alla proprietà né alcun prezzo di acquisto sono richiesti per la quota. Il depositante non ha alcuna prospettiva di lucro né di perdite (se protetto da un'assicurazione dei depositi) e non può sciogliere l'impresa. L'incentivo legale per il titolare a controllare la gestione è di conseguenza minimo. Le istituzioni di risparmio di tipo *stock* sono di solito società per azioni in cui i singoli azionisti hanno diritti residuali e diritto di voto, e quindi hanno qualche incentivo e un certo potere che li spinge a controllare i dirigenti. Akella e Greenbaum hanno visto che le istituzioni di tipo *mutual* tendevano a espandere i depositi e i mutui oltre i livelli di massimizzazione dei profitti, come previsto dal loro modello.

Glassman e Rhoades (1980) furono gli unici a non basare il loro studio sulla metodologia seguita da Edwards. I due esaminarono 1400 banche statunitensi nel 1975-76 per vedere se i tassi di profitto, i costi e la crescita fossero in relazione alla struttura della proprietà della banca - in particolare se la banca fosse del tipo controllato dal titolare o di quello controllato dalla direzione. L'istituto creditizio venne considerato sotto il controllo dei titolari quando più del 5% dei titolari della banca possedeva una quota azionaria combinata superiore al 60%, altrimenti la banca veniva considerata sotto il controllo dei dirigenti. I loro risultati indicavano che le banche controllate dai titolari tendevano ad avere tassi di profitto superiori a quelli delle banche controllate dai dirigenti. Tuttavia non era chiaro l'effetto del controllo della direzione su altri obiettivi ipotizzati dei dirigenti (crescita e adeguamento dei costi). Inoltre essi trovarono che gli effetti del controllo dei titolari non risultavano palesi fino a quando non ci si trovava di fronte a un livello relativamente elevato di concentrazione della proprietà, livello che solo gli istituti più piccoli

raggiungevano. I grandi istituti creditizi in generale esibivano un comportamento coerente con il fatto di essere controllati dai dirigenti.

Il contributo principale di questo primo periodo di ricerca fu quello di dimostrare che le misure della negligenza manageriale nelle banche erano in genere positivamente correlate con un comportamento manageriale non coerente con la massimizzazione dei profitti. Tuttavia tali studi non hanno approfondito come o perché il sistema di gestione aziendale abbia permesso la presenza di tale negligenza manageriale, né hanno esaminato tipi di comportamento manageriale diversi da quello relativo all'aumento delle spese in gratifiche, tipi di comportamento che avrebbero potuto essere più interessanti per i legislatori e i responsabili politici, come l'effetto della negligenza manageriale sull'assunzione di rischio bancario. Tuttavia tale ricerca sarà ben presto stimolata dagli avvenimenti degli anni '80.

4. La letteratura più recente: gli effetti del controllo aziendale e del rischio morale sull'assunzione di rischio bancario e i meccanismi alternativi di controllo aziendale

La letteratura più recente segue due filoni: il primo si basa sulla letteratura precedente, cercando di capire se le banche con differenze misurabili di negligenza manageriale presentino differenze comportamentali. I lavori di Saunders, Strock e Travlos (1990), Allen e Cebonyan (1991) e Gorton e Rosen (1995) sono tutti importanti in questo campo. L'analisi in questi studi è in un certo qual modo più raffinata e più interessante per i responsabili politici e i legislatori di quella effettuata nella letteratura precedente, poiché si concentra sull'effetto della negligenza manageriale sull'assunzione di rischio bancario. In secondo luogo, questi studi esaminano come i problemi di controllo aziendale e di rischio morale interagiscono nell'attività bancaria e quali incentivi siano i più importanti nel determinare il comportamento delle banche. Infine si cerca di esaminare se sia stato più rilevante il problema del controllo aziendale o quello del rischio morale nel contribuire ai problemi affrontati dalle banche negli anni '80.

La maggior parte della letteratura di questo primo filone di ricerca misura la negligenza manageriale mediante la dimensione della

proprietà manageriale di capitale netto nella banca (proprietà interna). Naturalmente la relazione tra negligenza manageriale e proprietà interna è complessa poiché, oltre un certo grado di partecipazione azionaria, aumentare le quote azionarie dei dirigenti può aumentare i loro incentivi ad agire come azionisti, e oltre certi limiti può semplicemente incrementare la loro capacità di resistenza al monitoraggio degli azionisti esterni. Numerosi studi su imprese non finanziarie mettono in luce una relazione non lineare tra la proprietà interna e il valore dell'impresa, che rispecchia questo *trade-off*. Morck, Shleifer e Vishny (1988) trovano che con un aumento fino al 5% della proprietà interna, gli incentivi dei dirigenti coincidono sempre di più con quelli degli azionisti. Tuttavia tra il 5% e il 25%, l'aumento della proprietà interna non fa che aumentare il livello di difesa della direzione. Dal 25% in poi, l'aumento della proprietà interna fa di nuovo coincidere gli incentivi dei dirigenti con quelli degli azionisti. Vari studi sottolineano una relazione simile tra negligenza manageriale e proprietà interna nel settore bancario, incluso quelli di Gorton e Rosen (1995) e Anderson e Fraser (1995).

Il secondo filone di ricerca esamina più da vicino i diversi elementi del meccanismo di gestione aziendale nelle banche, cercando di identificare quali siano gli elementi più o meno importanti per imporre una disciplina ai dirigenti. Una parte di questa letteratura mette a confronto il comportamento bancario nei vari contesti legali e normativi in vigore negli Stati Uniti. In questi studi, si approfitta del fatto che l'attività bancaria negli Stati Uniti è stata tradizionalmente "balcanizzata" da parte di regolamenti statali, che hanno creato variazioni tra stato e stato nel modo in cui il mercato del controllo aziendale viene messo in condizioni di operare. La maggior parte degli stati, storicamente, non permette fusioni o qualsiasi tipo di attività relativa alla creazione di filiali tra stati, nel tentativo di impedire alle banche di altri stati di competere nel proprio mercato interno. Tuttavia, a partire dagli anni '70, un certo numero di stati ha reso più flessibili tali restrizioni, creando quindi il potenziale per un "esperimento naturale" tra banche in stati in cui il mercato del controllo aziendale era precluso dalla regolamentazione e banche in stati in cui il mercato del controllo aziendale era decisamente più attivo.

La maggior parte del lavoro empirico in questo campo riguarda la verifica di variazioni dell'"ipotesi di sostituzione", ovvero se i diversi elementi del sistema di gestione aziendale delle banche possa-

no agire come sostituti gli uni degli altri; in particolare, dove il mercato per il controllo aziendale è precluso dalla regolamentazione, se altri meccanismi di controllo aziendale (come il livello di monitoraggio diretto da parte del titolare o la relazione retribuzione-prestazioni per i dirigenti) possano assumere un ruolo più importante nel meccanismo di gestione. Se la risposta è positiva, gli effetti di tale regolamentazione possono non essere così gravi per il problema generale della gestione aziendale affrontato dalle banche. Se la risposta è negativa, le banche, in quegli stati che impediscono l'attività del mercato delle acquisizioni, potrebbero trovarsi di fronte a un problema decisamente più grave, in relazione alla gestione aziendale, rispetto alle banche di altri stati. James (1984), Brickley e James (1987), Schranz (1993) e Hubbard e Palia (1995) sono tutti autori di importanti lavori in questo campo.

Un'altra parte di questo secondo filone di ricerca mette a confronto il settore bancario in generale con le imprese non bancarie, sfruttando i diversi contesti legali e normativi in cui si muovono le imprese bancarie e quelle non bancarie. In particolare tali studi cercano di vedere se l'"ipotesi di sostituzione" sia applicabile da industria a industria, e se utilizzi il fatto che, rispetto al settore non bancario, la regolamentazione federale impedisce nel settore bancario l'attività delle acquisizioni. Inoltre esamina se, a parte le acquisizioni, altri meccanismi di controllo aziendale abbiano un ruolo più importante nel settore bancario che in quello non bancario. Se così è, allora il problema della gestione nelle banche può non differire in maniera sostanziale da quello nel settore non bancario. Se la risposta è negativa, allora le imprese bancarie possono trovarsi di fronte a un problema di gestione più grave rispetto alle altre imprese. In questo campo hanno scritto lavori importanti Prowse (1995b), Houston e James (1995) e Crawford, Ezzell e Miles (1995).

Questi due filoni di ricerca sono in gran parte complementari. Mentre il primo tenta di provare l'esistenza di un problema di controllo aziendale nel settore bancario degli anni '80, il secondo cerca d'individuare le possibili carenze del meccanismo di controllo aziendale delle banche commerciali, e quale sia la causa della loro origine. Esamineremo uno alla volta entrambi questi filoni di ricerca.

5. Acquisizioni bancarie, rischio morale e problemi bancari negli anni '80

Fin dalla metà degli anni '80 vi sono stati numerosi studi che hanno esaminato in dettaglio se le acquisizioni aziendali siano nell'interesse degli azionisti dell'industria bancaria. Gli studi che si occupano della prestazione del valore azionario dell'offerente nel periodo di avviso successivo all'acquisizione presentano risultati eterogenei. Alcuni indicano che le acquisizioni di banche aumentano il valore, altri indicano il contrario, altri ancora affermano che tali acquisizioni sono neutrali rispetto al valore.³ Tuttavia un certo numero di altri studi dimostra che almeno alcune delle acquisizioni nel settore bancario sono giustificate da preferenze manageriali che risultano essere incoerenti con la massimizzazione del valore. Ad esempio, poiché i dirigenti, al contrario degli azionisti, hanno un interesse non diversificabile nella banca che li assume, potrebbero voler perseguire acquisizioni che non massimizzano il valore nel tentativo di ridurre il rischio. Beatty, Santomero e Smirlock (1987) trovano che prima dell'acquisizione, l'acquistare banche tendeva a essere più rischioso che perseguire alcuni obiettivi, suggerendo come motivazione per fusioni bancarie la riduzione del rischio. Dubofsky e Fraser (1989) hanno dimostrato la presenza di offerte eccessive nelle fusioni bancarie. Infine, Allen e Saunders (1989) hanno documentato una tendenza da parte dei dirigenti bancari a perseguire incrementi temporanei nella dimensione, anche se ciò è contrario ai *desiderata* degli azionisti.

In uno degli studi più recenti e completi, Allen e Cebenoyan (1991) esaminano la relazione tra la strategia di acquisizioni bancarie e la struttura della proprietà bancaria. Gli autori hanno costruito un modello degli incentivi che spingono i dirigenti bancari ad acquisire altre banche. I dirigenti massimizzano una funzione di utilità che è soggetta a parametri stabiliti dagli azionisti, inclusi il grado di concentrazione della proprietà da parte degli azionisti e il grado di proprietà manageriale nella banca. Allen e Cebenoyan hanno scoperto che banche con una direzione con potere decisionale (cioè con una bassa concentrazione di proprietà dell'azionista e un'elevata proprietà ma-

³ Si vedano ad esempio Bertin *et al.* (1989) per la dimostrazione che le acquisizioni aumentano il valore, Cheng, Gup e Wall (1989) per la dimostrazione contraria, e Neely (1987) per il carattere neutrale rispetto al valore.

nageriale) tendono a impegnarsi nei programmi di acquisizione più attivi, coerentemente con l'opinione secondo la quale tali programmi sono elaborati per aumentare le gratifiche a disposizione della direzione (che variano direttamente con la dimensione dell'impresa) piuttosto che aumentare la redditività. Inoltre hanno dimostrato che soltanto quelle banche con una direzione senza potere decisionale ottengono i profitti positivi propri dell'offerente. Tale prova suggerisce che l'eterogeneità dei risultati di quegli studi che esaminano se le fusioni bancarie aumentano o riducono il valore possa avere origine dalla mancata considerazione, da parte di quegli studiosi, del livello di negligenza manageriale nella banca.

La questione del controllo aziendale nel settore bancario è complicata dal problema del rischio morale. La teoria sul rischio morale delle banche presuppone che tutte le decisioni riguardanti prestiti o crediti vengano prese nell'interesse degli azionisti. Naturalmente gli azionisti sono incentivati a massimizzare il valore del sussidio per l'assicurazione (a tasso fisso) dei depositi versato dal governo, il che può avvenire assumendo un rischio eccessivo. Mentre la teoria del rischio morale suppone che siano gli azionisti a prendere le decisioni, in pratica sono i dirigenti delle banche, naturalmente, che decidono l'erogazione di mutui, e questi possono agire più o meno in sintonia con i desideri degli azionisti, a seconda dell'efficienza del meccanismo di gestione vigente. La teoria del rischio morale nell'attività bancaria ha dominato la letteratura accademica per molti anni, ma il recente emergere di questioni riguardanti il controllo aziendale nel settore bancario ha in un certo qual modo complicato il suo messaggio. La questione empirica che si pone quando vengono introdotti problemi inerenti alla gestione aziendale è: come si manifesta il conflitto azionista/dirigente nelle banche nel comportamento relativo all'assunzione del rischio della banca stessa?

Saunders Strock e Travlos (1990) hanno esaminato la relazione tra struttura della proprietà bancaria e assunzione di rischio. Essi affermano che le banche con negligenza manageriale inferiore sono maggiormente incentivate ad assumere rischi rispetto a banche con maggiore negligenza manageriale, a causa degli incentivi offerti dall'assicurazione a tasso fisso dei depositi, e che imprese bancarie con un livello più elevato di proprietà a favore della direzione - che classificano come banche con negligenza manageriale inferiore - assumono rischi maggiori se il rischio viene misurato da diversi parametri del mercato dei capitali. Inoltre ritengono che tale rela-

zione diventi più forte in periodi di deregolamentazione. L'interpretazione dei loro risultati è tuttavia alquanto discutibile perché gli autori non considerano la relazione non monotona, tra la partecipazione azionaria della direzione e la negligenza manageriale, che è stata documentata sia per le imprese bancarie sia per quelle non bancarie.

Gorton e Rosen (1995) cercano di fare una distinzione tra rischio morale e controllo aziendale per spiegare i problemi insorti, durante gli anni '80, nell'attività bancaria statunitense. In particolare, i due autori cercano di spiegare perché banche ben capitalizzate abbiano assunto un rischio eccessivo.⁴ Essi formulano un modello in cui il motivo primario di tale comportamento è un problema relativo al controllo aziendale. In tale modello, quando diminuiscono le opportunità d'investimento per l'industria bancaria (come sostengono sia avvenuto negli anni '80), i dirigenti bancari possono essere incentivati ad agire in modo eccessivamente rischioso nel tentativo di persuadere gli azionisti della qualità del loro lavoro. Gorton e Rosen dimostrano così che i dirigenti con potere decisionale possono essere, nell'attività bancaria, un problema più importante del rischio morale associato all'assicurazione dei depositi. In un campione di banche ben capitalizzate negli anni '80, gli autori hanno trovato che, dopo avere considerato la relazione non monotona tra proprietà interna e potere decisionale dei dirigenti, le imprese bancarie caratterizzate da direzioni relativamente libere dal controllo esterno dell'azionista sono quelle che effettuano gli investimenti più rischiosi e meno redditizi. Tali risultati sono coerenti con l'ipotesi che, alla base del comportamento bancario negli anni '80, vi sia un problema relativo al controllo aziendale, ma non sono coerenti con il modello di rischio morale, il quale suggerisce essere le banche con una quantità *minima* di negligenza manageriale a intraprendere i progetti più rischiosi. Gorton e Rosen concludono che negli anni '80 il problema relativo al controllo aziendale fu molto serio per le banche ben capitalizzate, e fu una causa immediata del passaggio a una bassa capitalizzazione delle imprese bancarie.

Houston e James (1995) offrono ulteriori prove contro il fatto che il problema relativo al rischio morale fosse così rilevante negli anni '80. I due autori non hanno trovato molto per provare che le

⁴ Gli autori non sono in disaccordo con l'affermazione per cui, quando le quote di capitale sono basse, sia i dirigenti sia gli azionisti possono essere incentivati ad agire in modo rischioso, con un'assicurazione sui depositi a prezzo fisso. Gorton e Rosen si chiedono in particolare se tali incentivi esistano anche per banche ben capitalizzate.

politiche di retribuzione nelle banche fossero strutturate in modo tale da promuovere un'assunzione eccessiva di rischio da parte dei dirigenti. In un campione di banche negli anni '80, hanno scoperto che i fattori che esercitavano un'influenza sulle politiche retributive non differivano considerevolmente da quelli presenti nelle imprese non bancarie, che non erano soggette agli incentivi derivati dal rischio morale. Inoltre non vi erano differenze significative nelle buste paga dell'alta direzione tra banche in crisi e banche sane. Se il rischio morale fosse stato un problema, ci si sarebbe aspettato che le banche in crisi, rispetto a quelle sane, avrebbero offerto molti più incentivi ai propri dirigenti affinché si assumessero dei rischi. Allo stesso modo Crawford, Ezzell e Miles (1995, d'ora in avanti CEM) trovano che, negli anni '80, la sensibilità delle prestazioni alla retribuzione non era diversa per l'alta direzione tra banche a elevata e bassa capitalizzazione. Tuttavia la sensibilità delle prestazioni alla retribuzione per i massimi dirigenti risulta essere notevolmente aumentata nei tardi anni '80,⁵ il che è coerente con una visione del rischio morale, se il valore del contratto a premio *put* (*put option*) associato all'assicurazione dei depositi è aumentato negli ultimi anni '80 e ha condotto gli azionisti a offrire ai CEO (*chief executive officer*) incentivi basati maggiormente sul capitale netto per incoraggiare l'assunzione di rischio. Tuttavia una spiegazione alternativa è che la deregolamentazione bancaria negli anni '80 abbia esteso la gamma di opportunità d'investimento per le banche e la discrezionalità manageriale nel decidere in quali beni investire. Se così è, la risposta adeguata da parte degli azionisti sarebbe un incremento dell'utilizzo di incentivi alla direzione basati sul capitale netto per ridurre la discrezionalità, potenzialmente maggiore, dei dirigenti nel decidere di impegnarsi in politiche di non massimizzazione del valore. Gli autori trovano che la sensibilità delle prestazioni alla retribuzione è aumentata in egual misura nelle banche a elevata e a bassa capitalizzazione, il che suggerisce che lo scopo di tali aumenti era quello d'incoraggiare attività d'investimento volte a creare ricchezza e a ridurre i problemi di agenzia aventi origine da un maggiore potere discrezionale della direzione, piuttosto che incoraggiare i dirigenti ad assumere un rischio eccessivo.

⁵ Sebbene Houston e James abbiano anche osservato che l'utilizzo per le banche di incentivi basati sul capitale netto sono aumentati negli ultimi anni '80 rispetto ai primi anni '80, hanno scoperto che ciò non aveva alcun effetto sulla sensibilità delle prestazioni alla retribuzione tra i due periodi considerati.

Anche se la maggior parte della letteratura su questo tema non ha ancora dato risposte definitive, ha avuto almeno il pregio di porre le seguenti questioni all'attenzione della ricerca futura: *i*) il rischio morale è stato sopravvalutato come motivo delle origini e delle cause dei problemi che le banche hanno dovuto affrontare negli anni '80? *ii*) i problemi relativi al controllo aziendale sono una spiegazione alternativa per quanto riguarda l'assunzione di rischio e l'attività di fusione nel settore bancario? Se la risposta è positiva, allora bisogna chiedersi quali sono in modo specifico le carenze del meccanismo di gestione aziendale nell'attività bancaria. Tale questione viene esaminata dal filone di letteratura che si dedica in particolare ai metodi alternativi di gestione aziendale nelle banche.

6. Meccanismi alternativi di controllo aziendale nelle banche

James (1984) è stato il primo a trattare questo tema. Egli ha esaminato l'importanza relativa del mercato per il controllo aziendale (il mercato dell'acquisizione) come strumento di gestione nel settore bancario, analizzando gli effetti delle diverse restrizioni legali sulle acquisizioni bancarie in diversi stati. Un campione di banche, a partire dal 1979, è stato diviso in due gruppi: il primo, composto da banche di stati in cui la regolamentazione precludeva in gran parte l'attività di acquisizione bancaria (stati non-acquisizione); il secondo da banche di stati in cui era presente un mercato dell'acquisizione più attivo (stati acquisizione). James ha poi messo a confronto la prestazione delle banche di questi due gruppi. Seguendo Edwards, James ha ipotizzato che la negligenza manageriale si manifestasse in eccessivi esborsi da parte della banca in spese per salari e stipendi e in spese di gestione. I suoi risultati hanno dato un duro colpo all'ipotesi di sostituzione: James ha scoperto che le spese per le retribuzioni, le spese di gestione nelle banche e l'occupazione totale nel settore bancario sono *inferiori* negli stati acquisizione rispetto a quelli non-acquisizione; egli ha concluso che meccanismi diversi di controllo aziendale non sostituiscono completamente l'assenza di un mercato dell'acquisizione.

Brickley e James (1987) hanno esaminato l'importanza relativa del mercato per il controllo aziendale, dell'indipendenza del consiglio

di amministrazione e del livello di concentrazione della proprietà come strumenti di gestione nel settore bancario. Gli autori hanno messo a confronto la composizione dei consigli di amministrazione delle banche negli stati acquisizione e in quelli non-acquisizione, e hanno scoperto, contrariamente all'ipotesi di sostituzione, che i consigli di amministrazione delle banche sono molto *più* indipendenti negli stati acquisizione. Inoltre, la concentrazione della proprietà della banca *non è più elevata* negli stati non-acquisizione rispetto agli altri. Tuttavia, a sostegno dell'ipotesi di sostituzione, hanno trovato, in realtà, per le banche degli stati non-acquisizione, una relazione inversa tra il grado di concentrazione della proprietà e l'indipendenza del consiglio di amministrazione, relazione che non venne rilevata negli stati acquisizione. È risultato inoltre che il consumo manageriale di gratifiche indicava una relazione inversa sia con la concentrazione della proprietà sia con l'indipendenza del consiglio di amministrazione delle banche negli stati non-acquisizione. La conclusione è che la funzione degli esterni nel consiglio di amministrazione può variare in modo sistematico a seconda della natura del mercato per il controllo aziendale: dove tale mercato funziona liberamente, gli amministratori esterni possono avere più un ruolo di pianificazione strategica o di consulenza che un ruolo di gestione.⁶ Dove tale mercato non funziona liberamente, allora la concentrazione della proprietà e la funzione degli amministratori esterni può avere un ruolo sostitutivo nella gestione.

Schranz (1993) giunse a conclusioni simili. In uno studio sulle banche, nel periodo che va dagli ultimi anni '70 ai primi anni '80, Schranz osserva che le banche negli stati in cui vigeva una regolamentazione sulle acquisizioni meno gravosa erano più remunerative. Negli stati in cui l'attività di acquisizione era più vincolata, l'autrice osservò l'aumento dell'uso di altri meccanismi di controllo aziendale, come la proprietà concentrata del capitale netto e la proprietà dirigenziale del capitale sociale, ma questi meccanismi alternativi sembravano avere un impatto inferiore sulla redditività e quindi non compensare completamente la presenza di un contesto più restrittivo in cui compiere eventuali fusioni. Allo stesso modo Hubbard e Palia (1995) hanno osservato che negli stati con un mercato della fusione bancaria più competitivo, la retribuzione dei CEO è più elevata e più strettamente correlata alle prestazioni, contrariamente a quanto affermato nell'ipotesi di sostituzione.

⁶ Si veda Fama e Jensen (1983).

Tutti questi studi suggeriscono che i diversi elementi della gestione nel settore bancario – un mercato attivo per il controllo aziendale, il monitoraggio diretto da parte dei maggiori interessati, un consiglio di amministrazione indipendente e strette relazioni tra retribuzione e prestazione per i dirigenti – sono tutti strumenti importanti per controllare il comportamento manageriale, ma non sono perfetti sostituti gli uni degli altri e possono avere relazioni complesse tra di loro. In particolare, l'ipotesi di sostituzione non sembra essere la norma nelle banche.

7. Controllo aziendale nelle imprese bancarie rispetto alle imprese non bancarie

Vari studi recenti confrontano e contrappongono il meccanismo di gestione nelle imprese bancarie e in quelle non bancarie. In un mio articolo (1995b) ho esaminato l'importanza relativa dei diversi metodi di gestione aziendale nelle banche, registrando quante *holding* bancarie (HB) nel mio campione hanno subito, tra il 1987 e il 1992, un cambiamento nel controllo aziendale a causa di un'acquisizione ostile, di una fusione amichevole, di un avvicendamento ai vertici effettuato dal consiglio di amministrazione o di un intervento normativo.⁷ Ho scoperto che l'importanza relativa di questi diversi metodi differiva notevolmente in termini di frequenze relative dei vari mutamenti nel controllo da quella in un campione di imprese manifatturiere (Tabella 2). Mentre la frequenza di un cambiamento *totale* del controllo dell'azienda era approssimativamente simile tra i campioni, i mutamenti di controllo *basati sul mercato* (escludendo i cambiamenti dovuti a un intervento normativo) avevano una frequenza di circa due terzi tra le HB rispetto alle aziende manifatturiere. Mentre le fusioni amichevoli erano leggermente più frequenti tra HB, le acquisizioni

⁷ L'intervento normativo è una reazione a prestazioni mediocri in alcuni aspetti delle operazioni delle HB, e implica una serie di azioni diverse, tra le quali la direzione degli attuali dirigenti per raggiungere specifiche quote di capitale, la sospensione dei dividendi o la rettifica dei problemi di qualità dei mutui, o persino la sostituzione dell'attuale direzione. L'intervento normativo può quindi essere considerato come un meccanismo di controllo aziendale esterno, non basato sul mercato, a cui ricorrere in ultima istanza.

ostili e l'avvicendamento ai vertici erano notevolmente meno frequenti.⁸ Le acquisizioni ostili erano il 20% meno frequenti tra HB che tra imprese manifatturiere. Tuttavia l'avvicendamento ai vertici voluto dal consiglio di amministrazione era il 50% meno frequente nelle HB rispetto alle imprese manifatturiere. Quindi la frequenza più bassa di acquisizioni ostili tra HB *non* sembrava essere accompagnata da una maggiore tendenza, nelle HB piuttosto che nelle imprese manifatturiere, alla rimozione della direzione da parte del consiglio di amministrazione. In realtà i consigli di amministrazione nelle HB risultavano essere *meno* attivi nel rimuovere la direzione per motivi disciplinari.

TABELLA 2

FREQUENZA DEI CAMBIAMENTI ALTERNATIVI DEL CONTROLLO AZIENDALE
(% del campione totale)

	In 454 imprese manifatturiere	In 234 <i>holding</i> bancarie
Avvicendamento ai vertici	20,5	10,3
Acquisizione ostile	8,8	1,7
Fusione amichevole	7,5	10,7
Cambiamenti del controllo basati sul mercato	36,8	22,7
Intervento normativo	—	19,2
Totale dei cambiamenti del controllo	36,8	41,9

Fonti: Imprese manifatturiere: Morck, Shleifer e Vishny (1989); *holding* bancarie: Prowse (1995b).

Perché? Uno dei motivi potrebbe essere perché gli amministratori esterni del consiglio di amministrazione sembrano acquisire maggiori partecipazioni in imprese non finanziarie piuttosto che nelle banche.⁹ Quindi i consigli di amministrazione possono comprensibil-

⁸ Tuttavia non ho riscontrato grandi prove del ruolo disciplinare delle fusioni amichevoli, che sembravano avere luogo principalmente tra HB aventi buone prestazioni. La mia conclusione fu che il motivo principale per effettuare delle acquisizioni amichevoli era per ragioni che esulavano dal controllo dell'azienda, come il desiderio di diversificare le operazioni o di capitalizzare sul parco clienti di un'altra banca.

⁹ Byrd e Hickman (1992) hanno osservato che la partecipazione azionaria media e mediana detenuta dagli esterni del consiglio di amministrazione nel loro campione di imprese non finanziarie era rispettivamente il 2% e lo 0,08%, in confronto all'1% e allo 0,05% del mio campione di HB.

mente essere più deboli nelle banche perché gli amministratori esterni detengono un quota inferiore del capitale netto e sono presumibilmente meno motivati a imporre misure disciplinari alla direzione. Qualunque sia la ragione della maggiore debolezza dei consigli di amministrazione tra le HB, quando a ciò si collegano gli impedimenti normativi sulle acquisizioni ostili, suggerisco che tale situazione possa contribuire a una minore efficienza del meccanismo di gestione aziendale nelle imprese bancarie nel disciplinare i dirigenti rispetto al meccanismo operante nelle imprese non bancarie.

Naturalmente non ho esaminato tutti gli elementi potenziali del meccanismo di gestione. In particolare non ho considerato la forza delle buste paga della direzione in cui la retribuzione è vincolata alle prestazioni. Conformemente all'ipotesi di sostituzione, è possibile che nelle imprese bancarie vi sia una relazione retribuzione/prestazioni per i massimi dirigenti molto più sensibile che nelle imprese non bancarie. Vari studi hanno esaminato la relazione retribuzione/prestazioni per i massimi dirigenti nelle banche commerciali statunitensi, tra questi Barro e Barro (1990), CEM (1995), Houston e James (1995) e Hubbard e Palia (1995). È difficile confrontare questi studi tra di loro e con studi precedenti su imprese non finanziarie a causa della diversità dei metodi applicati, dei periodi campione e delle misure della retribuzione. Ma il motivo principale che è emerso, sino a oggi in questa ricerca, è che la sensibilità delle prestazioni alla retribuzione nelle imprese bancarie *non* sembra essere troppo diversa da quella nelle imprese non bancarie. Barro e Barro (1990, p. 62) trovano che la relazione da loro stimata tra crescita della retribuzione dei massimi dirigenti e prestazioni della banca sia «coerente in generale con i risultati di Murphy (1985) riguardanti i massimi dirigenti nelle imprese manifatturiere». Houston e James (1995) mettono esplicitamente a confronto le buste paga della direzione di 134 banche commerciali con quelle di 134 imprese non bancarie in un periodo che va dal 1980 al 1990. Ne è risultato che in media la differenza, tra il primo gruppo e il secondo, è scarsa per quanto riguarda la sensibilità della retribuzione complessiva alla prestazione dell'impresa. Sia Hubbard e Palia (1995) sia CEM (1995) riportano sensibilità della retribuzione complessiva che risultano in genere essere più elevate di quelle riportate per il campione di imprese non finanziarie in Jensen e Murphy (1990), anche se le metodologie e le definizioni di retribuzione sono sufficientemente diverse da private di senso qualsiasi confronto. In generale rimane l'impressione che non sia possibile dimostrare in

modo irrefutabile che vi siano grandi differenze nelle sensibilità della retribuzione alle prestazioni dei massimi dirigenti tra imprese bancarie e imprese non bancarie.

Naturalmente la volontà dei dirigenti di seguire i desideri degli azionisti dipende oltre che da potenziali ricompense, dai costi di una prestazione mediocre che ricadono sulla direzione, come il licenziamento. Nel mio articolo già citato (1995b) ho rilevato che l'avvicendamento ai vertici deciso dal consiglio di amministrazione nelle banche era decisamente meno frequente che nelle imprese manifatturiere. Houston e James (1995) non rilevano alcuna differenza nei tassi di avvicendamento ai vertici tra imprese bancarie e non bancarie.¹⁰ Pertanto risulta almeno che i costi del fallimento che ricadono sulla direzione non sono più elevati nel settore bancario rispetto a quelli nelle imprese non finanziarie.

Come possiamo riassumere gli insegnamenti della ricerca più recente? Con due osservazioni: in primo luogo la semplice interpretazione del modello di Diamond (1984) non sembra essere avallata dalla letteratura empirica. Dagli studi più datati sul meccanismo di controllo aziendale nel settore bancario, sino a quelli più recenti, è stata dimostrata l'esistenza di problemi relativi al controllo aziendale, dovuti al fatto che a una serie di meccanismi di controllo aziendale non viene permesso di funzionare liberamente, e che gli altri meccanismi esistenti non compensano completamente tale restrizione. Tuttavia è difficile dire quale sia in pratica la misura del problema. In secondo luogo, qualsiasi problema di gestione sembra avere le conseguenze pratiche più importanti sugli incentivi della banca ad assumere rischi, e non sulla tendenza dei dirigenti a spendere di più in gratifiche. Segnatamente, molte sono le prove che suggeriscono che non fu il rischio morale la causa primaria dei problemi bancari negli anni '80. Nello spiegare tale fenomeno è stato addotto come possibile ipotesi un eventuale problema di gestione: vale un ulteriore esame.

¹⁰ Houston e James definiscono l'avvicendamento ai vertici come *qualsiasi* cambiamento nei CEO, sia per dimissioni volontarie, sia per licenziamento da parte o del consiglio di amministrazione o dei legislatori. I loro risultati non sono quindi necessariamente in contraddizione con quelli del mio articolo (1995b).

8. Ricerche provenienti da altri paesi

A parte gli Stati Uniti ben poco è stato fatto, a livello di ricerca accademica, sul meccanismo di gestione aziendale in altri paesi. Tuttavia sappiamo che il contesto legale e normativo delle banche in molti altri paesi è abbastanza simile a quello statunitense per quanto riguarda le conseguenze su particolari meccanismi di controllo aziendale. In particolare, il contesto normativo nella maggior parte dei paesi industrializzati scoraggia le acquisizioni ostili, e i regimi di assicurazione dei depositi nella maggior parte di questi tendono *de facto* a ridurre gli incentivi dei depositanti a controllare la direzione della banca e ad aumentare gli incentivi degli azionisti ad assumere rischi supplementari. Infine le banche, persino più che negli Stati Uniti, sono spesso poste in una posizione competitiva vantaggiosa rispetto ad altri mutanti a imprese o a consumatori, come intermediari non bancari e mercati mobiliari aziendali (si veda Prowse 1995b). Anche se ciò non garantisce che il meccanismo di gestione nelle banche in altri paesi funzioni in modo identico a quello operante negli Stati Uniti, rende probabile che la natura stessa del problema relativo al controllo aziendale, affrontato dalle banche in altri paesi, sia qualitativamente simile.¹¹

La struttura della proprietà della banca risulta, a riprova di quanto detto sopra, simile in tutti i paesi ed è piuttosto distribuita, almeno rispetto alle imprese non finanziarie dello stesso paese (Tabella 3). Ad esempio, i cinque azionisti principali delle 18 aziende di credito e società fiduciarie maggiori in Giappone detengono in media solo il 15,7% delle azioni in circolazione della banca, meno della metà di quanto detengono i 5 azionisti principali della tipica impresa non finanziaria giapponese.¹² Il quadro risulta simile per le banche statunitensi, britanniche e tedesche - la proprietà è decisamente più segmentata che nelle imprese non finanziarie corrispondenti. Ciò sembra essere a prima vista una prova che, almeno in questi paesi, il ruolo primario di gestione nelle banche non sia probabilmente svolto dal

¹¹ Non includo quei paesi in cui il sistema bancario è in gran parte di proprietà statale.

¹² In 13 casi l'azionista principale è un assicuratore del ramo vita. Tutte le assicurazioni del ramo vita in Giappone sono società cooperative. Visto che queste possono essere soggette a problemi di controllo aziendale (si veda, ad esempio, Akella e Greenbaum 1988), se ne deduce che la direzione della banca può non trovarsi in presenza di azionisti diligenti le cui aspettative sono che la direzione massimizzi il valore.

monitoraggio diretto dei principali azionisti attivi. In altri termini, le restrizioni nel mercato per il controllo aziendale relativo alle banche non sono compensate da un maggiore monitoraggio diretto da parte degli azionisti.

TABELLA 3

CONCENTRAZIONE DELLA PROPRIETÀ IN IMPRESE BANCARIE
E IN IMPRESE NON FINANZIARIE
(% dell'impresa detenuta dai cinque azionisti principali)

	Imprese bancarie	Imprese non finanziarie
Stati Uniti	17,3	25,4
Regno Unito	15,5	20,9
Giappone	15,7	33,1
Germania	27,0	41,5

Fonti:

- Stati Uniti: Imprese bancarie: Allen e Cebenoyan (1991); imprese non finanziarie: Prowse (1995a).
 Regno Unito: Imprese bancarie: calcolate dalle relazioni annuali delle cinque principali banche britanniche; imprese non finanziarie: Prowse (1995a).
 Giappone: Imprese bancarie e imprese non finanziarie: Prowse (1995a).
 Germania: Imprese bancarie: calcolate dalle relazioni annuali delle tre principali banche tedesche; imprese non finanziarie: Prowse (1995a).

In uno dei pochi studi su questioni relative al controllo aziendale in aziende di credito non statunitensi, Forbes e Molyneux (1994) esaminano gli effetti sul patrimonio degli annunci di fusione di banche europee tra il 1989 e il 1992. Ne risultano importanti effetti negativi sul patrimonio per gli azionisti delle banche offerenti in tali transazioni, il che suggerisce che molta dell'attività di fusione e acquisizione durante questo periodo non è stata svolta nel migliore interesse degli azionisti della banca offerente. Inoltre gli autori hanno rilevato che le fusioni bancarie lanciate da aziende di credito europee continentali hanno avuto effetti significativamente più negativi per il patrimonio rispetto alle fusioni iniziate da banche britanniche. Evidentemente il sistema di gestione operante nelle banche europee continentali non è tanto sensibile agli interessi degli azionisti quanto quello funzionante nelle banche britanniche. Se supponiamo che il meccanismo di gestione nelle banche britanniche sia più vicino a quello statunitense di quello delle banche europee continentali – il che è senza dubbio vero per le imprese non finanziarie (si veda

Prowse 1995a) – allora i problemi di controllo aziendale possono essere addirittura maggiori nelle banche di paesi non anglosassoni. Tuttavia, questa resta una mera congettura finché non saranno disponibili ulteriori ricerche empiriche sulle aziende di credito dei paesi non anglosassoni.

9. Problemi per la ricerca futura e implicazioni per la politica pubblica

Un settore in cui concentrare la ricerca futura è ovviamente quello dell'analisi empirica delle banche non statunitensi. I vincoli normativi sui loro meccanismi di controllo hanno lo stesso impatto sul loro sistema di gestione, come avviene negli Stati Uniti? vi sono prove di comportamenti diversi tra banche non statunitensi con livelli diversi di negligenza manageriale? Un'altra questione d'attualità interessante è il crescente consolidamento nel settore bancario, sia negli Stati Uniti, sia in Europa. Fino a che punto l'aumento dell'attività di fusione è il risultato della ricerca della massimizzazione del valore dell'azionista da parte della direzione, o semplicemente del tentativo di quest'ultima di costruirsi un impero? Infine, è necessario un maggiore approfondimento di come interagiscono gli incentivi offerti dal rischio morale con le questioni riguardanti il controllo aziendale.

Naturalmente i risultati della letteratura fino a oggi permettono di trarre già alcune conclusioni per i responsabili politici. In primo luogo, questi dovrebbero prendere sul serio le questioni riguardanti il controllo aziendale quando esaminano alternative legislative al sistema corrente di regolamentazione e organizzazione bancarie. In particolare, la concentrazione della proprietà relativamente distribuita, che sembra esservi nelle banche rispetto alle imprese non finanziarie di molti paesi, è una potenziale fonte di preoccupazione. Un tema comune che emerge nella letteratura empirica, da Hannan e Mavinga (1980) sino a Prowse (1995b), è l'importanza della struttura della proprietà. Segnatamente, le aziende di credito con prestazioni medio-crispesso sono quelle con i livelli più bassi di concentrazione della proprietà. Una concentrazione della proprietà più elevata tra le banche potrebbe migliorare le prestazioni, motivando una maggiore vigilanza e un maggiore monitoraggio da parte dei principali gruppi d'interesse e dei loro rappresentanti nel consiglio di amministrazione.

In tal caso, le restrizioni attuali, sui potenziali titolari di banche, che esistono in vari paesi, potrebbero implicare dei costi. Negli Stati Uniti, si potrebbero valutare sotto questa luce alcuni progetti di legge, riguardanti il settore bancario, recentemente presentati al Congresso, poiché le diverse proposte variano in modo abbastanza sostanziale a seconda di come vengono rese più flessibili le attuali restrizioni sui titolari ammissibili di banche. Inoltre, i legislatori dovrebbero considerare la struttura della proprietà dell'impresa quando valutano la sicurezza e la solvibilità delle aziende di credito, e dovrebbero diffidare in modo particolare di quelle banche aventi una proprietà esterna segmentata.

A ciò si aggiunge il fatto che l'assenza di una credibile minaccia di acquisizione tra le banche risulta avere un'influenza notevole sull'efficacia del meccanismo di controllo aziendale operante nelle banche stesse. Quindi è forse vantaggioso ridurre gli impedimenti normativi a cui in molti paesi devono far fronte le fusioni bancarie. In particolare, negli Stati Uniti, anche se i legislatori hanno cercato di non discriminare in modo attivo le fusioni bancarie sulla base della loro presunta ostilità, il lungo iter legislativo, che ogni fusione bancaria deve seguire, tende a rendere più difficile la conclusione di un'acquisizione ostile rispetto a quella di una fusione amichevole. Quindi la rimozione di alcuni degli ostacoli più palesi con cui si confrontano le acquisizioni ostili nel settore bancario, rendendo, ad esempio, più flessibili le normative bancarie interstatali e più veloce l'esame da parte dei legislatori delle richieste di fusione, potrebbe avere effetti positivi sul meccanismo di controllo aziendale nelle banche.

BIBLIOGRAFIA

- AKELLA, S. e S. GREENBAUM (1988), "Savings and loan ownership structure and expense-preference", *Journal of Banking and Finance*, 42, pp. 419-37.
- ALLEN, L. e A.S. CEBENOYAN (1991), "Bank acquisitions and ownership structure: theory and evidence", *Journal of Banking and Finance*, 15, pp. 425-48.
- ALLEN, L. e A. SAUNDERS (1989), "Incentives to engage in bank window dressing: manager vs. stockholder conflicts", *Working Paper*.
- ANDERSON, R. e D. FRASER (1995), "Managers, owners, and bank risk taking", Texas A&M University, College Station, TX, manoscritto.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1993), *Annual Report*, Basilea.

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (1995), "The structure of credit to the non-government sector and the transmission mechanism of monetary policy: a cross-country comparison", *BIS Working Paper*, no. 24.
- BARADWAJ, B., G. DONALD, R. FRASER e EUGENE P.H. FURTADO (1990), "Hostile bank takeover offers: analysis and implications", *Journal of Banking and Finance*, 14, pp. 1229-42.
- BARRO, J. e R. BARRO (1990), "Pay, performance and turnover of bank CEOs", *Journal of Labor Economics*, 8, pp. 448-81.
- BEATTY R., A. SANTOMERO e M. SMIRLOCK (1987), "Bank merger premiums: analysis and evidence", in *Monograph Series in Finance and Economics*, vol. 3, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions, New York.
- BERLE, A. e G. MEANS (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York.
- BERTIN, W., F. GHAZANFARI e K. TORABZADEH (1989), "Failed bank acquisitions and successful bidders returns", *Financial Management*, 18, pp. 93-100.
- BRICKLEY, J. e C.M. JAMES (1987), "The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking", *Journal of Law and Economics*, 30, pp. 161-80.
- BYRD, J. e K. HICKMAN (1992), "Do outside directors monitor managers?", *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 195-221.
- CHENG, D., B. GUP e L. WALL (1989), "Financial determinants of bank takeovers", *Journal of Money, Credit and Banking*, 21, pp. 524-36.
- CRAWFORD, A., J. EZZELL e J. MILES (1995), "Bank CEO pay-performance relations and the effects of deregulation", *Journal of Business*, 68, pp. 231-56.
- COASE, R. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, 4, pp. 386-405.
- DIAMOND, D.W. (1984), "Financial intermediation and delegated monitoring", *Review of Economic Studies*, 51, pp. 393-414.
- DUBOFSKY, D. e D.R. FRASER (1989), "The differential impact of two significant court decision concerning banking consolidation", *Journal of Banking and Finance*, 13, pp. 339-54.
- EDWARDS, F.R. (1977), "Managerial objectives in regulated industries: expense preference behavior in banking", *Journal of Political Economy*, 85, pp. 147-62.
- FAMA E. e M.C. JENSEN (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301-25.
- FORBES, W. e P. MOLYNEAUX (1994), "Corporate control and the restructuring of European banking", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 3, pp. 101-16.
- GLASSMAN, C.A. e S.A. RHOADES (1980), "Owner vs. manager control effects on bank performance", *Review of Economics and Statistics*, 62, pp. 263-70.
- GORTON, G. e R. ROSEN (1995), "Corporate control, portfolio choice and the decline of banking", *Journal of Finance*, 50, pp. 1377-420.

- HANNAN, T.H. e F. MAVINGA (1980), "Expense preference and managerial control: the case of the banking firm", *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 671-82.
- HOUSTON, J. e C.M. JAMES (1995), "CEO compensation and bank risk: is compensation in banking structured to promote risk taking?", *Journal of Monetary Economics*, 36, no. 2, pp. 405-32.
- HUBBARD, R.G. e D. PALIA (1995), "Executive pay and performance: evidence from the U.S. banking industry", *Journal of Financial Economics*, 39, pp. 105-30.
- JAMES, C.M. (1984), "An analysis of the effect of state acquisition laws on managerial efficiency: the case of banking", *Journal of Political Economy*, 95, pp. 355-70.
- JENSEN, M.C. e K.J. MURPHY (1990), "Performance pay and top-management incentives", *Journal of Political Economy*, 98, pp. 225-64.
- MORCK, R., A. SHLEIFER e R. VISHNY (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 293-16.
- MORCK, R., A. SHLEIFER e R. VISHNY (1989), "Alternative mechanisms for corporate control", *American Economic Review*, 79, pp. 842-52.
- MURPHY, K. (1985), "Corporate performance and managerial remunerations: an empirical analysis", *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 11-42.
- MURTO, R. (1994), "Finnish banking crisis: can we blame management?", *Finnish Economic Papers*, 7, pp. 56-68.
- NEELY, W. (1987), "Banking acquisitions: acquirer and target shareholder returns", *Financial Management*, Winter, pp. 66-73.
- OECD (1992), *Banks under Stress*, Paris.
- PROWSE, S.D. (1995a), "Corporate governance in an international perspective: a survey of corporate control mechanisms among large firms in the U.S., U.K., Japan and Germany", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4, no. 1.
- PROWSE, S.D. (1995b), "Alternative methods of corporate control in commercial banks", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, Third Quarter, pp. 24-36.
- SAUNDERS, A., E. STROCK e N. TRAVLOS (1990), "Ownership structure, deregulation, and bank risk-taking", *Journal of Finance*, 45, pp. 643-54.
- SCHRANZ, M.S. (1993), "Takeovers improve firm performance: evidence from the banking industry", *Journal of Political Economy*, 101, pp. 299-326.
- SCHUMPETER, J. (1939), *Business Cycles*, McGraw-Hill, New York.
- SMIRLOCK, M., e W. MARSHALL (1983), "Monopoly power and expense preference behavior: theory and empirical evidence to the contrary", *Bell Journal of Economics*, 14, pp. 166-78.
- STIGLITZ, J. (1985), "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking*, 17, pp. 133-52.
- WILLIAMSON, O. (1963), "Managerial discretion and business behavior", *American Economic Review*, 53, pp. 1032-57.