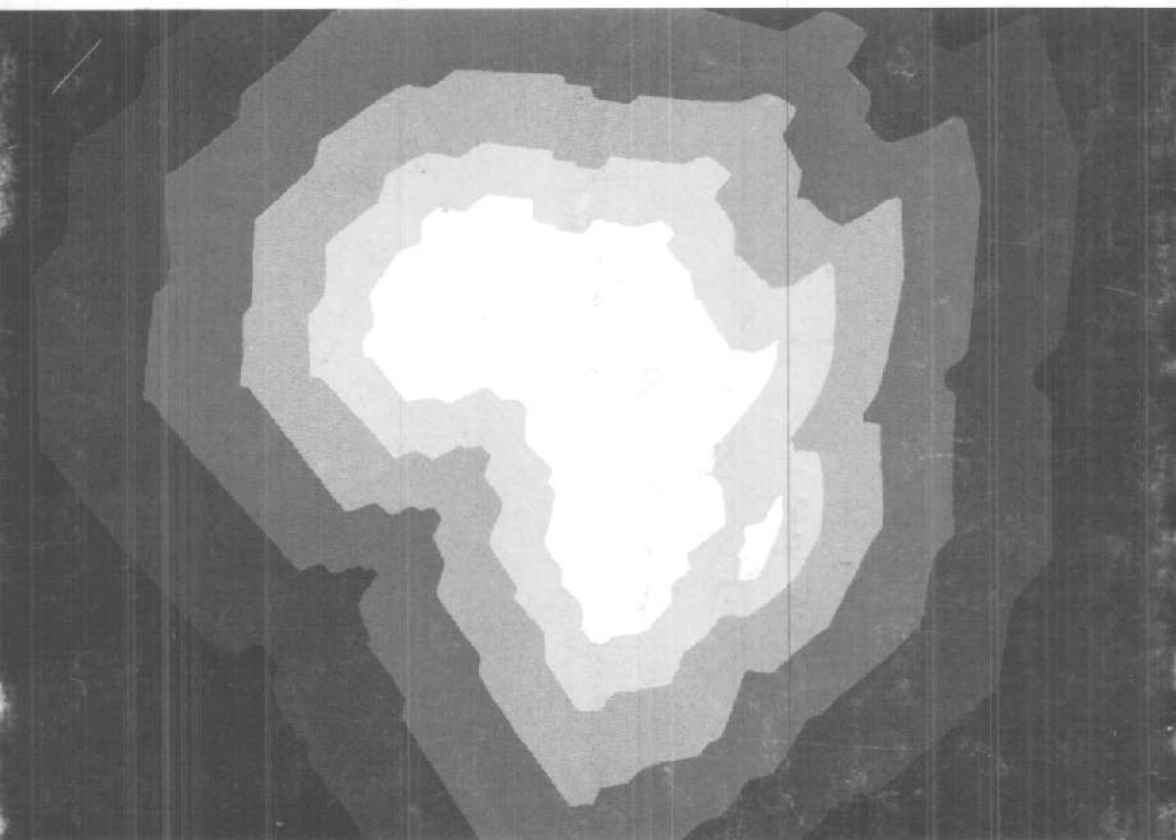


I mercati creditizi africani

Andrea Calamanti

MERCATO MOBILIARE E SOTTOSVILUPPO

la borsa valori
in Costa d'Avorio · Marocco · Tunisia



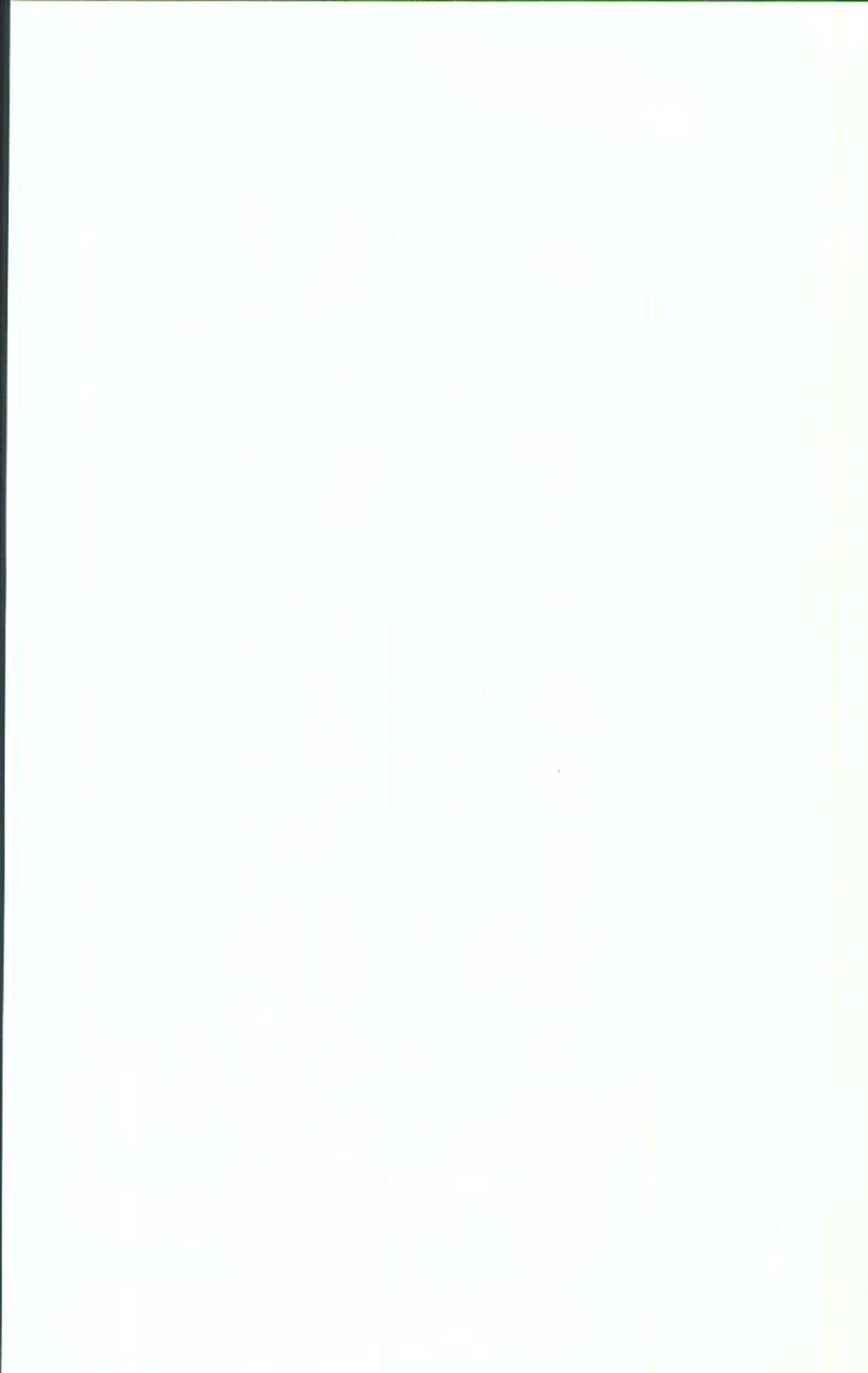
Finafrica · Cariplo · Milano
GIUFFRÈ EDITORE

Biografia

Andrea Calamanti è laureato in Economia e Commercio, è Professore incaricato di "Tecnica del Commercio Interno ed Internazionale" nella Facoltà di Scienze economiche e bancarie dell'Università di Siena e docente presso la Divisione Bancaria della Scuola di Direzione Aziendale dell'Università Commerciale "L. Bocconi".

Svolge attività di docenza presso il Finafica, ha effettuato missioni di studio in alcuni paesi africani ed è autore delle seguenti monografie:

Il mercato mobiliare italiano: Aspetti strutturali ed evolutivi nel secondo dopoguerra, Milano 1978;
Borse Valori, Valori mobiliari e attività bancaria in titoli, Milano 1979.



I MERCATI CREDITIZI AFRICANI

Collana diretta
da Arnaldo Mauri

16

FINAFRICA

CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCE LOMBARDE - MILANO



GIUFFRÈ EDITORE

COLLANA « I MERCATI CREDITIZI AFRICANI »

1. *I sistemi bancari dei Paesi africani*
2. Sergio Bortolani, *Il sistema bancario del Niger*
3. *La mobilitazione del risparmio nei Paesi africani*
4. Paolo Mottura, *Il sistema bancario della Tunisia*
5. Bruno Rossignoli, *Il sistema bancario dell'Algeria*
6. Lorenzo Frediani, *Il sistema bancario del Gabon e la Banca Centrale degli Stati dell'Africa Equatoriale e del Camerun*
7. *Risparmio e Casse di risparmio nei Paesi africani*
8. Giordano Dell'Amore, *Il credito agrario nei Paesi africani*
9. Marco Onado e Antonio Porterì, *Il sistema bancario e la formazione di risparmio nel Lesotho*
10. Clara Caselli, *Il sistema bancario della Tanzania*
11. Sergio Bortolani, *La banca centrale in Africa*
12. Lorenzo Frediani, *La politica di liquidità e le banche di deposito in Kenya*
13. *Il credito agrario per lo sviluppo*
14. Arnaldo Mauri, *La mobilitazione del risparmio familiare: uno strumento per lo sviluppo*
15. Alwyn B. Taylor, *Moneta e sistema bancario in Sierra Leone*
16. Andrea Calamanti, *Mercato mobiliare e sottosviluppo: la borsa valori in Costa d'Avorio, Marocco e Tunisia*

i mercati creditizi africani

Andrea Calamanti
**MERCATO MOBILIARE
E
SOTTOSVILUPPO**

la borsa valori
in Costa d'Avorio - Marocco - Tunisia

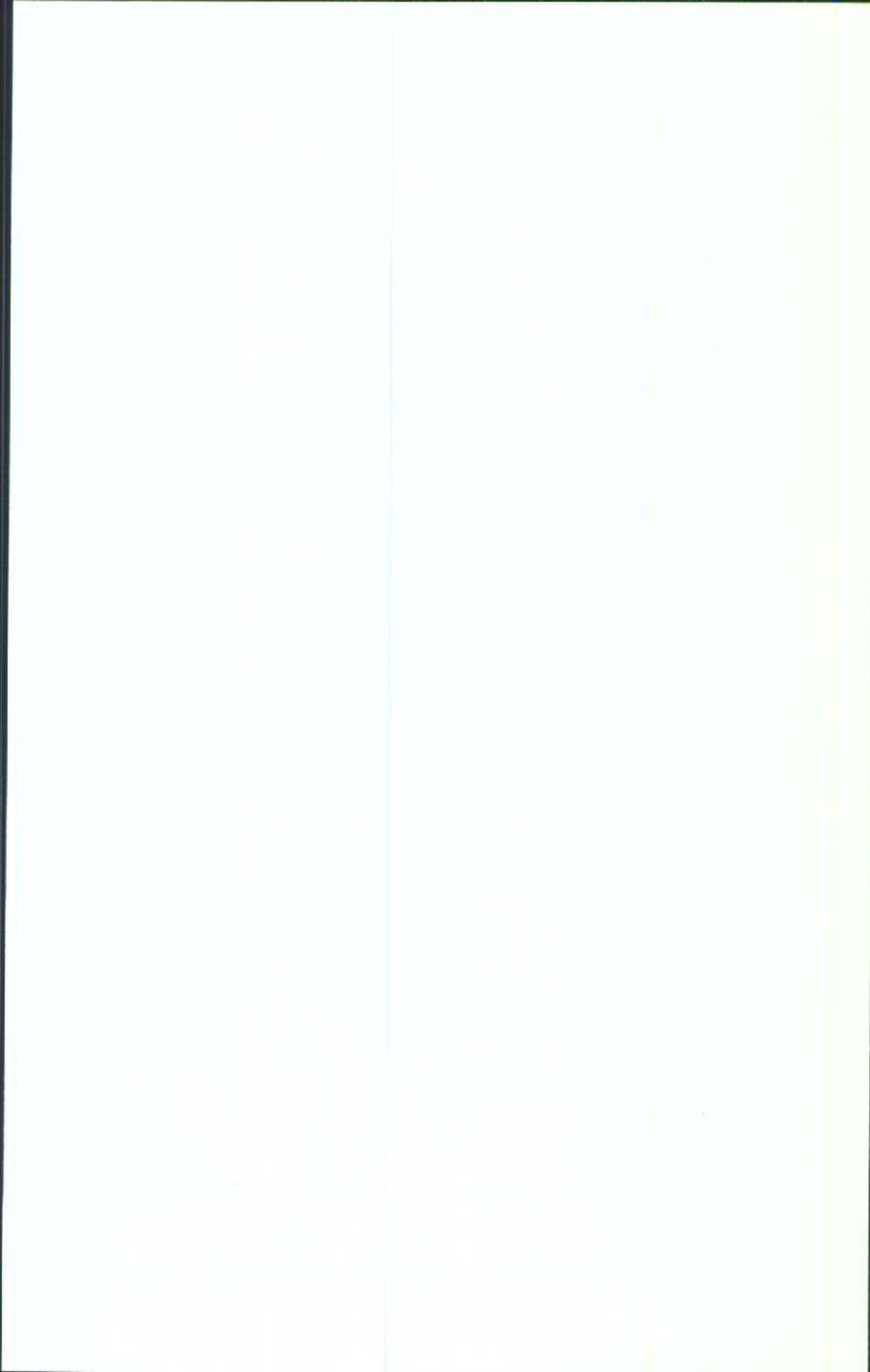
Finafrica - Cariplo - Milano
GIUFFRÈ EDITORE

TUTTE LE COPIE DEVONO RECARRE IL CONTRASSEGNO DELLA S.I.A.E.

TUTTI I DIRITTI SONO RISERVATI

(1982) Tipografia MORI & C. S.p.A. - 21100 VARESE - VIA F. GUICCIARDINI 66

PREMESSA



Le borse valori, e più in generale i mercati mobiliari, tendono a costituire un campo d'analisi riservato agli « specialisti », nel senso che tali istituzioni vengono investigate prevalentemente da quest'ultima categoria di ricercatori, i quali, il più delle volte, partendo da approcci di natura squisitamente tecnica, forniscono studi circoscritti agli aspetti strutturali ed operativi di detti mercati.

Assai ridotta, o comunque marginale, risulta invece — sempre in linea generale — l'attenzione rivolta al settore in parola degli economisti e degli studiosi di discipline finanziarie ed aziendali, in particolar modo da quelli che si dedicano ai problemi del sottosviluppo. Ciò, presumibilmente, riflette: per gli economisti, un atteggiamento accademico alquanto generalizzato, a considerare l'argomento di scarso interesse e, per gli studiosi di discipline aziendali, il fatto di occuparsi di esso in un'ottica microeconomica, cioè limitatamente agli aspetti connessi con la fenomenologia finanziaria aziendale.

In un tale contesto, inoltre, è per lunghi periodi prevalsa l'opinione — peraltro riscontrabile, salvo alcune eccezioni, anche a livello di istituzioni internazionali e di singole nazioni — che la creazione di un mercato mobiliare in un paese in via di sviluppo avrebbe comportato notevoli difficoltà, sarebbe risultata alquanto costosa, come pure dispendiosa sarebbe risultata l'azione volta al suo mantenimento e sviluppo e, infine, che ne sarebbero scaturiti modesti benefici economici ¹.

¹ L'esiguo interesse manifestato per i mercati mobiliari si può, ad esempio, dedurre indirettamente dalle generiche osservazioni avanzate in me-

L'ovvia conclusione cui sovente si perveniva, tendeva ad avallare la tesi dell'inopportunità di istituire un mercato mobiliare.

Che tale opinione, ancora diffusa, sia frutto dello scarso interesse suscitato dall'argomento stesso e dalle modeste conoscenze circa le esperienze al riguardo maturate in alcuni paesi in via di sviluppo? Certamente no! Ma è probabile che questi fattori abbiano contribuito in misura rilevante alla maturazione del convincimento dianzi richiamato.

Sta di fatto, comunque, che in anni recenti l'attenzione degli economisti si è maggiormente incentrata sul finanziamento dello sviluppo economico e sul mercato dei capitali. In questo ambito, sebbene in misura ridotta e da parte di un numero assai limitato di studiosi, anche i mercati mobiliari e le borse valori sono stati oggetto di più attente considerazioni dirette², dalle quali

rito al contributo che essi possono dare alla mobilitazione del risparmio privato e al finanziamento degli investimenti, dalla ricerca: COMMITTEE FOR ECONOMIC DEVELOPMENT, *How Low Income Countries Can Advance their own Growth. The Lessons of Experience*, September 1966, pagg. 51-52.

Ma anche allorché, sempre da parte di istituzioni internazionali, si prendevano in considerazione con posizioni possibiliste, le funzioni delle borse valori nei paesi in via di sviluppo, l'analisi rimaneva a livelli molto superficiali ed era protesa principalmente ad enfatizzare le difficoltà connesse con la loro creazione (cfr. UNITED NATIONS INDUSTRIAL ORGANIZATION, *Domestic and External Financing*, Unido Monograph No. 16, New York, 1969, pag. 8). Del resto, anche i più noti e pregevoli lavori scientifici condotti in materia (si veda ad esempio RAGNAR NURKSE, *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*, Basil Blackwell, Oxford, 1964, in particolare le pagg. 140-157), pur approfondendo, con considerazioni assai utili ed interessanti, i problemi connessi alla formazione del capitale, risultano proiettati maggiormente verso l'analisi dei fattori economici al riguardo influenti, piuttosto che di quelli più strettamente finanziari. In genere, inoltre, in tali studi sono del tutto marginali, se non nulle le attenzioni rivolte al ruolo che può essere svolto dalla struttura finanziaria e, segnatamente, dal mercato mobiliare.

² Tra gli studi di carattere generale al riguardo condotti, si ricordano: P.J. DRAKE, *Securities Markets in Less-Developed Countries*, in «The Journal of Development Studies», vol. 13, n. 2, January 1977; RAIMOND W. GOLD-SMITH, *The Mobilization of Domestic Resources for Economic Growth through*

sono emersi pareri, a volte diversi da quello prevalente in passato e, in alcuni casi, più favorevoli alla creazione e al potenziamento dei mercati in parola.

Fra le varie circostanze che hanno promosso lo spostamento di interessi sopra richiamato, particolare importanza sembra possa essere attribuita ad un triplice ordine di fattori.

Il primo di essi è identificabile negli insuccessi e nelle conseguenti disillusioni derivanti, ai fini dell'avvio a soluzione delle difficoltà finanziarie associate alla formazione del capitale e allo sviluppo economico, dalla politica degli aiuti esteri negli anni '50, e, durante il decennio successivo, dalla politica fiscale governativa (consistente da un lato nella manovra della tassazione volta ad accrescere il risparmio lordo interno e, dall'altro lato, nella spesa pubblica per investimenti e nell'allocazione del risparmio tramite la concessione di prestiti allo sviluppo).

Insuccessi che hanno stimolato, negli anni '70, alcuni governi a sperimentare politiche miranti a favorire l'aumento del risparmio privato interno e a promuovere la sua allocazione mediante lo sviluppo di efficienti mercati dei capitali³.

Il secondo ordine di fattori consiste nell'avvio e nell'affermarsi di ricerche sulle relazioni di causa ed effetto tra le variabili economiche reali e quelle finanziarie⁴. Ricerche che hanno

the Financial System e CLAUDIO SEGRÈ, *Capital Markets in Developing Countries: Institutional Problems and Growth Prospects*, entrambi in INTER-AMERICAN DEVELOPMENT BANK, *The Mobilization of Financial Resources in Latin America*, Lima, May 11-12, 1971; U TUN WAI and HUGH T. PATRICK, *Stock and Bond Issues in Less Developed Countries*, in « International Monetary Fund-Staff Papers », July 1973. Di tali studi solo il primo e l'ultimo si occupano specificamente di mercati mobiliari; negli altri due a tale argomento viene riservato uno spazio più limitato.

³ In tal senso si veda: U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 253-255.

⁴ Studi, che possono essere fatti risalire al lavoro di R.W. GOLDSMITH, *Financial Structure and Development*, New Haven, Yale University Press, 1969.

attratto un numero vieppiù crescente di accademici⁵ e, al tempo stesso, hanno richiamato la loro attenzione sugli strumenti finanziari e sui relativi mercati. È altresì opportuno osservare che hanno agito in tal direzione anche alcuni studi critici delle teorie monetarie allora prevalenti e il conseguente approccio innovativo che ha contraddistinto la sottostante analisi teorica dei problemi dello sviluppo economico⁶.

A nostro avviso, infine, un richiamo di interessi è stato sicuramente esercitato sia dalla positiva evoluzione che ha caratterizzato per alcuni periodi i mercati mobiliari organizzati di determinati paesi, quali l'India, la Malaysia, Singapore, e soprattutto il Brasile⁷, sia dalla creazione di alcune borse valori avvenuta, in

⁵ In tal senso si veda P.J. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 73.

⁶ Ci si riferisce, in particolare, ai saggi di: RONALD J. MCKINNON, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1973 e EDWARD S. SHAW, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, Oxford, 1973.

Al riguardo si consideri anche: DEENA R. KHATKHATE, *Analytic basis of the Working of Monetary Policy in Less Developed Countries*, in IMF - Staff Papers », November 1972.

⁷ In merito alle caratteristiche strutturali ed evolutive del mercato mobiliare indiano si vedano tra gli altri: KERSI D. DOODHA, *Stock Exchanges in a Developing Economy*, Bombay University Press, Bombay, 1972, in particolare pagg. 1-26; S.G. PANADIKAR, *Banking in India* ed. Orient Longmans Ltd., Bombay, 1966, pagg. 173-176.

Riguardo all'esperienza brasiliana si considerino: RALPH VON GERSDORFF, *Saving, Credit and Insurance in Brazil*, Ed. Government Printing Office, Barbados, 1962; HERCULANO BORGES DA FONSECA, *Financial Institutions of Latin America: Their Policies to Attract Savings for Development*, in INTER AMERICAN DEVELOPMENT BANK, *The Mobilization of International Financial Resource in Latin America*, Lima, May 11-12, 1971, pagg. 84-100; SEIKI MAKINO, *Raising Funds in the Brazilian Securities Market*, Institute of Developing Economies, Special Paper n. 3, Tokio, 1976; WALTER L. NESS Jr., *Financial Markets Innovation as a Development Strategy: Initial Results from the Brazilian Experience*, in «Economic Development and Cultural Change», April 1974; ALLAN R. ROTH, *Capital Market Development in Israel and Brazil: two Examples of the Role of Law in Development*, in «Stanford Law Review», June 1967; e U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 293-299.

Le esperienze della Malaysia e di Singapore sono state analizzate da P.J. DRAKE, *The New-Issue Boom in Malaya and Singapore (1961-1964)*, in

prevalenza, per iniziativa delle locali autorità politiche e tecniche⁸.

Quest'ultimo ordine di fattori ha, senza dubbio, esercitato l'impatto maggiore in favore di una serie di studi aventi ad oggetto l'attività di specifiche borse valori e, unitamente agli altri, ha stimolato alcune analisi di carattere più squisitamente teorico circa il ruolo di dette istituzioni nei paesi in via di sviluppo.

Tuttavia, nonostante gli sviluppi accennati, da un lato, è dato di osservare che il secondo filone di ricerche permane tuttora assai circoscritto e ad uno stadio embrionale, comunque meritevole di ulteriori approfondimenti. Dall'altro lato, vale a dire riguardo al primo gruppo di studi, si rileva una assoluta mancanza di indagini circa le esperienze maturate dai paesi africani francofoni dotati di un mercato mobiliare.

Questo duplice ordine di constatazioni e, in particolar modo l'ultimo, ci ha indotti ad effettuare uno specifico studio sulle borse valori dei paesi africani francofoni.

Il presente lavoro è quindi rivolto all'analisi dei suddetti mercati mobiliari. Ad evidenza esso non vuole costituire una mera descrizione degli aspetti strutturali ed evolutivi dei settori finanziari in questione, bensì una diretta verifica delle funzioni che essi possono svolgere in un'economia in via di sviluppo, dei prerequisiti necessari per la loro attivazione e delle condizioni essenziali per lo sviluppo e per l'efficiente funzionamento degli stessi in relazione agli obiettivi perseguiti.

A tal fine si è ritenuto opportuno dedicare a questi ultimi argomenti la prima parte dello studio, la quale tende così a for-

« Economic Development and Cultural Change », October 1969 e U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*

⁸ Limitatamente al continente africano e tralasciando di considerare le nazioni a regime razziale si ricorda che la maggior parte delle Borse Valori esistenti sono state istituite negli anni '60 e '70. Nella seguente elencazione vengono richiamati i paesi africani attualmente dotati di borsa valori e in parentesi la data della relativa creazione: a) Kenia (1954); b) Nigeria (1961); c) Marocco (1967); d) Tunisia (1969); e) Costa d'Avorio (1976).

nire un inquadramento della generale problematica afferente le borse valori nei paesi in via di sviluppo.

Focalizzata tale problematica, si passerà poi ad esaminare, ricercando un puntuale riscontro dei suoi vari aspetti, le singole realtà investigate.

Per ognuna di esse l'analisi si articolerà in tre fasi riguardanti, rispettivamente:

- a) la genesi del mercato mobiliare e le funzioni ad esso assegnate;
- b) le relative caratteristiche strutturali e di funzionamento;
- c) gli aspetti salienti della sua evoluzione e i risultati ottenuti.

A ciascuna fase, inoltre, farà riscontro un tentativo di verifica: dell'esistenza o meno dei prerequisiti necessari alla creazione del mercato in parola; delle eventuali azioni volte a favorirne l'affermazione e/o dirette al mantenimento dello stesso; dei relativi costi; dei vantaggi e degli svantaggi connessi al suo funzionamento, nonché degli obiettivi desiderati e di quelli perseguibili.

Va tuttavia avvertito che non sempre è stato possibile procedere ad un attento vaglio degli aspetti appena richiamati, o ad una verifica degli stessi con criteri rigorosamente scientifici, a motivo della mancanza di dati attendibili e di notizie precise e dettagliate.

Anzi, le carenze in proposito sono risultate talmente elevate da richiedere l'effettuazione di un'apposita missione di studio *in loco*, la quale, pur non colmando completamente le lacune indicate, ha consentito la realizzazione del presente studio ed ha assicurato un sufficiente grado di omogeneità alle sue varie parti.

Al riguardo, prezioso si è rivelato l'aiuto e l'assistenza fornita dalle Istituzioni locali visitate e dai singoli individui contattati, ai quali l'autore sente il dovere di porgere i più sentiti ringraziamenti.

Naturalmente, la responsabilità dell'interpretazione dei fenomeni indagati, delle opinioni espresse e degli eventuali errori compiuti è imputabile esclusivamente all'autore.

Un ultimo ringraziamento va alla rivista *Il Risparmio* dell'as-sociale fra le Casse di Risparmio Italiane per aver in più numeri ospitato gli scritti dell'autore aventi ad oggetto i temi trattati nel presente volume.



PARTE PRIMA

**IL RUOLO DEI
MERCATI FINANZIARI ORGANIZZATI
NELLO SVILUPPO ECONOMICO**

CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Come si è in precedenza osservato, la letteratura accademica in tema di mercati mobiliari risulta alquanto limitata e, in genere, mostra un certo scetticismo circa il contributo che essi possono apportare alla soluzione delle difficoltà finanziarie dei paesi sottosviluppati e alla loro crescita economica. Tale convincimento, che trova maturazione in sede sia di analisi strettamente teoriche, sia di indagini condotte su alcune esperienze concrete, porta altresì ad assumere posizioni poco favorevoli all'attivazione dei suddetti mercati.

Questa tesi, variamente condivisa dalla maggior parte degli studiosi che si sono occupati dell'argomento, è stata sottoposta, in tempi relativamente recenti, ad una revisione critica e in tale occasione si è sostenuto che all'esistenza di un mercato mobiliare si può associare una serie di benefici tali da giustificarne la creazione (con opportune politiche di accompagnamento) anche in contesti di sottosviluppo¹.

Malauguratamente, gli studi cui si è fatto cenno, non hanno avviato un significativo dibattito. Essi, tuttavia, appaiono degni di interesse e stimolano a riesaminare, in questa prima parte del

¹ Cfr. P.J. DRAKE [1977], *op. cit.* Una tesi favorevole alla istituzione dei mercati mobiliari era stata sostenuta da detto autore anche in precedenti scritti: *The New Issue Boom in Malaya and Singapore (1961-1964)*, [1969], *op. cit.* e *Development in Malaya and Singapore*, Camberra, A.N.U. Press, 1969.

Nello stesso senso si era altresì espresso, analizzando l'esperienza nigeriana, ma senza fornire un supporto teorico e con esclusivo riferimento alla nazionale in parola, DOUGLAS GUSTAFSON, *The Development of Nigerian's Stock Exchange*, pag. 187, in T.J. FARER (ed.), *Financing African Development*, M.I.T. Press, Cambridge, 1965.

lavoro, le tematiche generali afferenti il ruolo dei mercati mobiliari nei paesi in via di sviluppo, l'opportunità di promuoverne l'affermazione, nonché le condizioni al riguardo necessarie e i relativi costi. Riesame che vuole costituire il quadro concettuale di riferimento per la successiva analisi dei mercati mobiliari di alcuni paesi africani e che si basa da un lato, sulla disamina delle argomentazioni avanzate nei più significativi elaborati teorici esistenti, cui si farà puntualmente riferimento, e dall'altro lato, sugli insegnamenti che sembra di poter trarre dalle esperienze dei paesi qui investigati².

Una precisazione si rende comunque necessaria prima di affrontare la successiva trattazione e riguarda l'uso dei termini mercato mobiliare e borsa valori. Come noto, con il primo si intende individuare quel settore del mercato dei finanziamenti caratterizzato dal fatto che i rapporti finanziari ivi conclusi risultano incorporati in titoli (soprattutto azioni ed obbligazioni) idonei alla circolazione e a consentire la liquidabilità dell'investimento prima della scadenza contrattuale, che in genere è a medio e lungo termine. Al suo interno sono ravvisabili due distinti mercati — l'azionario e l'obbligazionario — aventi funzioni alquanto diverse, vale a dire di consentire la raccolta di capitali di rischio (e l'assunzione di partecipazioni nelle imprese), il primo, e la raccolta (impiego) di capitali a titolo di debito (credito) il secondo.

Ciascuno di essi, inoltre, si articola in due comparti:

a) il *mercato primario*, costituito dall'insieme delle emissioni di valori mobiliari che hanno luogo in un determinato intervallo di tempo e

b) il *mercato secondario*, alimentato dalle negoziazioni di titoli in circolazione.

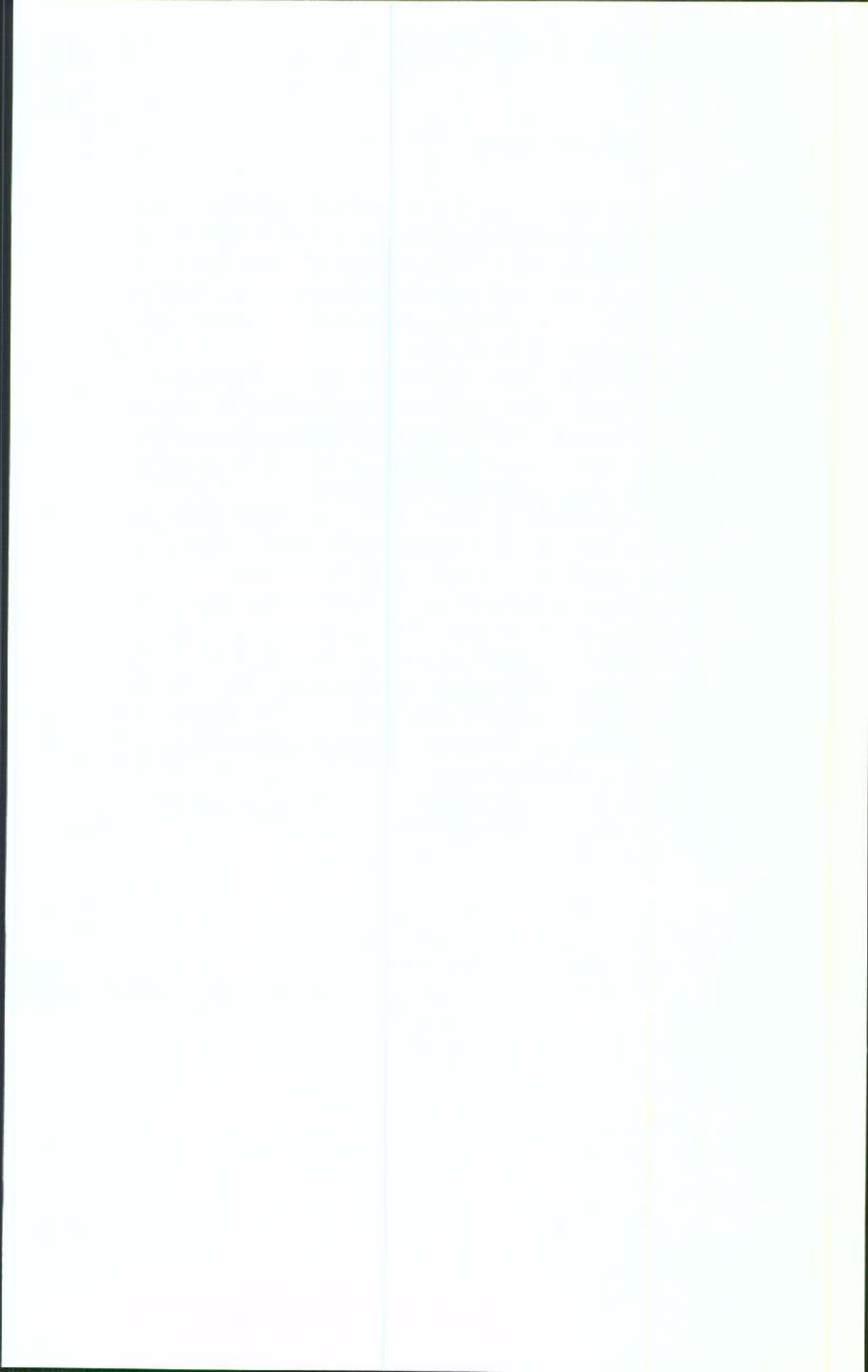
Il mercato primario assolve quindi il ruolo di consentire la mobilitazione di nuovi capitali ed è espressione dei finanziamenti

² Naturalmente, sono state tenute presenti anche le risultanze di indagini aventi ad oggetto altri paesi.

che gli emittenti riescono per il suo tramite ad ottenere e delle relative condizioni. Quello secondario, per contro, è volto ad assicurare lo smobilizzo della ricchezza finanziaria investita in valori mobiliari e le sue condizioni di funzionamento si riflettono direttamente sull'attività del mercato primario, in quanto incidono sul grado di liquidità dei titoli.

La più alta espressione in forma organizzata del mercato secondario è la borsa valori, quale istituzione volta a favorire la negoziazione accentrata dei titoli e funzionante secondo regole formali stabili e dirette sia a tutelare gli interessi degli operatori, sia a garantire piena trasparenza al mercato.

Avendo presenti le definizioni dianzi richiamate, nelle pagine successive con il termine mercato mobiliare ci si riferirà ad una struttura completa dello stesso e si darà per scontata l'esistenza di una borsa valori o di qualsiasi altra forma organizzata di mercato secondario. Tuttavia, date le diverse funzioni che ciascun comparto (l'obbligazionario e l'azionario; il primario e il secondario) svolge, si provvederà, quando necessario e non evidente, a specificare a quale di essi si intende far riferimento. Resta inoltre inteso che l'espressione valori mobiliari riguarda i titoli a medio e a lungo termine.



1. LE FUNZIONI DEI MERCATI MOBILIARI NEI PAESI IN VIA DI SVILUPPO: a) LA PROMOZIONE DELLO SVILUPPO ECONOMICO

In assoluto, molteplici sono le funzioni attribuite al mercato mobiliare. Onde verificare la capacità dello stesso di svolgere tali funzioni in contesti sottosviluppati, conviene procedere, per comodità espositiva, ad una ripartizione, distinguendo tra: funzioni direttamente connesse alla promozione dello sviluppo economico e altre funzioni. Queste ultime saranno esaminate nel capitolo successivo.

Le relazioni intercorrenti tra le variabili reali e le variabili monetarie hanno costituito oggetto di attente considerazioni nelle analisi condotte nell'ambito della teoria monetaria della crescita ed hanno dato luogo, in presenza di posizioni discordi, ad un ampio dibattito da cui sono emersi notevoli approfondimenti, grazie in particolare alla più articolata trattazione proposta da McKinnon¹.

Ulteriori contributi in tale direzione sono provenuti dagli studi riconducibili al filone della teoria dello sviluppo, i quali non si sono limitati a considerare la sola moneta, ma hanno posto

¹ Al riguardo si considerino, tra gli altri: MILTON FRIEDMAN, *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publ. Co., Chicago, 1969 (cap. I); H.G. JOHNSON, *Inside Money, Outside Money, Income Wealth and Welfare in Monetary Theory*, in «Journal of Money, Credit and Banking», February 1968; D. LEVHARI - D. PATINKIN, *The Role of Money in a Simple Growth Model*, in «American Economic Review», September 1968; R. MCKINNON [1973], *op. cit.*; J.L. STEIN, *Monetary Growth Theory in Perspective*, in «American Economic Review», March 1970 e J. TOBIN, *Money and Economic Growth*, in «Econometrica», October 1965.

l'attenzione sulla struttura finanziaria e sull'attività degli intermediari finanziari bancari e non bancari, ampliando, a volte, l'ottica dell'analisi ad una tipologia di intermediari non eccessivamente ridotta².

Quantunque la materia non abbia raggiunto un grado di maturazione sufficiente a consentire valide generalizzazioni, allo stato delle attuali ricerche si è inclini a ritenere che una struttura finanziaria efficiente possa influenzare positivamente lo sviluppo economico mediante una serie di effetti così riassumibili:

- 1) aumento del volume aggregato di risparmio;
- 2) più efficiente allocazione dello stock di ricchezza tangibile esistente, a prescindere dai nuovi flussi;
- 3) aumento del volume aggregato di investimento e più efficiente allocazione del risparmio tra gli investimenti potenziali.

Ad evidenza, l'analisi di tali effetti ha avuto luogo, in genere, con riferimento all'attività degli intermediari finanziari. Torna quindi utile verificare se, e in che misura, l'esistenza di un mercato mobiliare può concorrere positivamente all'esplicarsi di ciascuno di essi.

² In proposito si vedano: RONDO CAMERON, *Le banche e lo sviluppo del sistema industriale*, Il Mulino, Bologna, 1975 (si considerino in particolare le pagg. 9-25 e 424-426 e l'introduzione di PIERLUIGI CIOCCA per una rassegna delle teorie monetarie della crescita e dello sviluppo e per maggiori approfondimenti bibliografici); JOHN G. GURLEY and E.S. SHAW, *Financial Aspects of Economic Development*, in « American Economic Review », September 1955; Id., *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institutions, Washington, 1960; R.W. GOLDSMITH, *Facteurs Déterminants de la Structure Financière*, Centre de Développement de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques, Paris, 1966; Id., *Financial Structure and Development*, op. cit., 1969; Id., *Capital Markets and Economic Development*, Paper presented to the International Symposium on the Development of Capital Markets, Rio de Janeiro, September 1971; E.S. SHAW [1973], op. cit. e HUGH T. PATRICK, *Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries*, in « Economic Development and Cultural Change », April 1967.

1.1. *I riflessi sul volume aggregato di risparmio.*

Tra gli studiosi che si sono occupati di *financial deepening* non esiste, come evidenziato, perfetta concordanza circa gli effetti di essa spiegati sul risparmio aggregato e i relativi nessi di causazione, i quali sono stati identificati principalmente: nell'effetto negativo di sostituzione della moneta al capitale fisico nei portafogli privati, e nell'effetto positivo di reddito per il tramite della funzione di produzione, controbilanciato in parte dall'effetto negativo di reddito dovuto all'input di capitale fisico e di lavoro richiesti dalla produzione della moneta e dei servizi finanziari.

Oltre a tali effetti — singolarmente rigettati o accettati in varia misura a seconda delle impostazioni teoriche seguite³ — sono state evidenziate altre modalità attraverso le quali i processi di liberalizzazione e di intensificazione finanziaria possono favorire un incremento del rapporto risparmio-reddito.

Shaw, ad esempio, nel suo modello⁴, mentre rigetta l'effetto di sostituzione ed enfatizza l'effetto di reddito, sostiene che un innalzamento della propensione al risparmio può derivare:

a) dalle più ampie possibilità di credito (che stimolerebbero le unità d'investimento ad accrescere l'autofinanziamento) e

b) da un miglioramento delle caratteristiche tecniche ed economiche (tassi di rendimento) delle attività finanziarie.

Si noti che i presupposti perché tali effetti abbiano a prodursi sono principalmente due. Primo, che gli strumenti finanziari resi disponibili risultino graditi ai potenziali utenti o, lo stesso dire, che essi abbiano possibilità di diffusione tali da giustificare la creazione; secondo, ed essenziale ai fini del verificarsi di un positivo effetto netto di reddito, è che la loro produzione

³ Per un approfondimento di tali aspetti e per una sintetica rassegna degli studi in parola si vedano, rispettivamente: MARIO MASINI, *Presentazione* all'edizione italiana del volume di E.S. SHAW, *Intensificazione dei processi finanziari nello sviluppo economico*, ed. Cassa di Risparmio delle Province Lombarde, Milano, 1976, pagg. X-XII; e P. CIOCCA, *op. cit.*, pagg. XII-XVII.

⁴ Cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 9-12, 52-57 e 71-77.

assorba un volume di risorse reali inferiore a quello che l'uso degli stessi consente di economizzare, nei processi di ricerca e di contrattazione, rispetto alla situazione precedente.

Rinviando alle parti successive il problema dei costi reali collegati all'esistenza di un mercato mobiliare, quindi dell'economizzazione delle risorse assorbite dai processi finanziari, in questo paragrafo si considereranno i riflessi sulla propensione al risparmio (punti *a* e *b*) e si ricercherà, sempre con riferimento ai valori mobiliari, un positivo riscontro dell'esistenza del primo presupposto, quale condizione necessaria per il loro esplicarsi.

Per quanto riguarda l'effetto di cui al punto *b*) esso, come sinteticamente indicato, deriverebbe dal fatto che lo sviluppo della struttura finanziaria amplia le possibilità di scelta delle unità in avanzo, mediante la produzione di assets finanziari meglio rispondenti alle loro preferenze. Questi ultimi, risultando maggiormente appetibili in termini di liquidità, rendimento, rischio e di eventuali servizi offerti, stimolerebbero le unità in avanzo a ridurre la spesa in consumi in favore del risparmio⁵, a motivo sia dei più elevati rendimenti attesi assicurati dagli impieghi finanziari, che delle più ampie possibilità di diversificazione dei portafogli di attività sull'interno⁶.

Ad evidenza, molte delle elaborazioni teoriche in questione sottolineano l'importanza che in un tale processo assumono, oltre alla moneta, le passività degli intermediari bancari (*titoli indiretti*) da classare nei portafogli dei risparmiatori a fronte del-

⁵ Il risparmio sarebbe inoltre facilitato dal fatto che la disponibilità di attività finanziarie rende possibile la scissione, nell'ambito dello stesso soggetto e nel tempo, tra atti di risparmio e atti di investimento, abbattendo quindi gli eventuali ostacoli che potrebbero derivare alla formazione del risparmio dalla necessaria concomitanza tra i due atti.

⁶ È questo lo sviluppo, proposto da H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 183-184, dell'ipotesi avanzata J.G. GURLEY and E.S. SHAW [1960], *op. cit.*, in più parti della loro opera (si vedano le pagg. 47, 49, 55, 196 e 197).

L'argomento è stato ripreso in termini diversi e in modo più estensivo da E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, cap. I e cap. III. In proposito si veda anche R. MCKINNON [1973], *op. cit.*

l'acquisto di debiti diretti (*titoli primari*) emessi dalle unità in deficit.

E ciò perché in contesti economici e finanziari sottosviluppati l'acquisto di titoli diretti, specie se di protratta scadenza, risulterebbe poco appetibile per le unità in avanzo.

Tuttavia, non sembra vi siano *a priori* valide ragioni per non estendere anche alle azioni e alle obbligazioni le potenziali prerogative riconosciute ai titoli indiretti o, comunque, ai « nuovi assets » forniti dal sistema finanziario.

In primo luogo preme rilevare che non sempre trattasi di veri e propri titoli primari, come nel caso di obbligazioni emesse da intermediari finanziari, o nei casi in cui l'emittente di valori mobiliari costituisce un anello della catena di rapporti che il circuito risparmio-investimento coinvolge⁷. Di conseguenza, a volte vengono a sfumare, nella sostanza, alcune delle differenze intercorrenti tra i titoli diretti e i titoli indiretti⁸, tranne ovviamente quelle relative ai servizi resi dalle passività aventi funzione di surrogati della moneta.

Si esalta, invece, accanto alle tecniche d'intermediazione, la importanza delle tecniche distributive⁹.

Secondariamente, dal momento in cui il punto centrale del processo in esame appare correttamente individuabile nell'attrat-

⁷ Ciò è evidenziato anche da J.G. GURLEY and E.S. SHAW [1960], *op. cit.*, p. 94.

⁸ In tali casi, ad esempio, si può prescindere dall'esistenza di un certo grado di collettivizzazione del rischio.

⁹ J.G. GURLEY and E.S. SHAW [1960]), *op. cit.*, ad esempio, riconoscono un effetto positivo sul risparmio e sull'investimento sia ai processi di monetizzazione dell'economia, sia allo sviluppo delle tecniche di intermediazione e di quelle distributive. In merito a queste ultime, infatti, a pag. 197 del loro saggio è dato di leggere: « Distributive techniques get primary securities distributed efficiently from borrower to lender and from one lender to another, through such facilities as dealers and security exchanges. They tend to raise the level of investment and saving by increasing the marginal utility of the last dollar's worth of financial assets to the lender and reducing the marginal disutility of the last dollar's worth of debt to the borrower. At the same time, they tend to increase the efficiency of resource allocation by pitting more investment projects against one another for lenders to examine ».

tiva che i nuovi *assets* finanziari sono in grado di esercitare nei confronti delle unità in surplus tanto da indurle — *ceteris paribus* — ad accrescere il tasso di risparmio (e/o la formazione del risparmio finanziario), quel che comunque importa, anche per i valori mobiliari, è un positivo riscontro ai seguenti quesiti¹⁰:

1) possono i valori mobiliari in un paese in via di sviluppo presentare un mix di caratteristiche — in termini di rendimento, rischio e liquidità — di appetibilità uguale o maggiore di quella di eventuali « nuovi » *assets* finanziari¹¹?

2) stanti tali caratteristiche, sussiste da parte delle unità in avanzo, o quanto meno da parte di una certa categoria di esse, la propensione ad immetterli in portafoglio?

3) ne deriverebbe un incentivo a sottrarre ai consumi un'aliquota del reddito relativamente più elevata che in loro assenza?

Per quanto attiene al terzo quesito, quantunque degno del massimo rilievo, non è scopo di questo lavoro approfondire l'argomento. Ai nostri fini, è sufficiente rilevare che, se lo sviluppo della struttura finanziaria dovesse, di per sé, comportare un aumento del risparmio aggregato (e dell'investimento), presumibilmente ciò avverrebbe soprattutto nelle fasi di monetizzazione dell'economia o in quelle immediatamente successive, quindi ad opera prevalente della moneta e dei titoli indiretti emessi dagli intermediari finanziari.

¹⁰ In altri termini, se si vuol seguire l'impostazione di E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, si tratta di verificare quando in un processo di liberalizzazione e di intensificazione finanziaria si può opportunamente inserire il mercato mobiliare. In questo paragrafo ci occuperemo, pertanto, di appurare se in genere sussistono nelle economie non sviluppate le condizioni necessarie per l'attivazione dei suddetti mercati, la quale, a parere di Shaw è auspicabile, ma in stadi avanzati dello sviluppo finanziario.

¹¹ Per nuovi *assets* finanziari si intende qualificare le attività finanziarie aventi una qualche caratteristica innovativa rispetto a quelle esistenti sul mercato. Pertanto, il raffronto effettuato nel testo implica che, in ogni modo, i valori mobiliari abbiano un'appetibilità, nel senso di capacità di stimolare il risparmio, superiore alle attività finanziarie esistenti.

Ma non vi sono motivi per escludere che simili effetti possano essere esercitati nelle fasi successive anche dai valori mobiliari, che in genere costituiscono la « parte alta » del castello delle attività finanziarie di un sistema. Né si può sostenere che essi abbiano un'intensità diversa. Del resto, se un tal processo non abbia comunque a verificarsi, data peraltro la mancanza di sicure riprove empiriche e di indiscusse elaborazioni teoriche¹², i valori mobiliari verrebbero a trovarsi, sotto questo esclusivo profilo, sullo stesso piano delle altre attività finanziarie. Sarebbe però

¹² Opportune, in proposito, appaiono le precisazioni di H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pag. 184:

« ... the major rationale of the stimulus to saving is that with new assets having higher yield, lower risk, and/or other desirable characteristics, the return on saving is higher than it was heretofore. With the terms of the trade-off (the exchange ratio) between saving and present consumption relatively more favorable to the former, individuals substitute increased saving for consumption out of current income.

Offsetting somewhat this favorable substitution effect on saving are the effects of increased real income (or wealth) derived from having a wider selection of assets in which to hold wealth. Having the additional alternative to holding financial assets makes an individual better off, and he likely will utilize some of this increased income in the form of consumption. This is especially important where the individual is a target saver. Target saving is a shorter-run characteristic of some rural savers in underdeveloped countries. The (subsistence) farmer wants to be certain of adequate saving to provide for consumption until his next crop is harvested, plus a margin to cover the possibility of adverse crop conditions. However, in the longer run, the horizon of conceivable alternatives expands, targets are raised, and the beneficial substitution effects on saving will probably substantial outweigh offsetting income effects ».

Significativo è anche lo studio richiamato dallo stesso PATRICK (pag. 187) di UN ECAFE, *Measures for Mobilizing Domestic Saving for Productive Investment*, in « Economic Bulletin for Asia and the Far East », December 1962, nel quale si rileva per i paesi asiatici una stretta correlazione positiva tra l'aumento del tasso di risparmio rispetto al G.N.P. e l'aumento dell'aliquota di risparmio investita in attività finanziarie rispetto a quella investita in attività reali. Ma tale relazione casuale non è spiegata e non può escludersi che, sia il tasso di risparmio, sia la percentuale di esso investita in attivi finanziari, siano una conseguenza del livello e del tasso di sviluppo economico.

È il caso infine di rammentare che lo stesso lavoro di E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, cui è fatto sovente riferimento, non fornisce alcuna riprova empirica delle tesi sostenute.

interessante approfondire con studi ad hoc il comportamento delle varie categorie di individui in risposta alle sollecitazioni provenienti da mutamenti della struttura finanziaria, in quanto alcune categorie potrebbero essere influenzate più di altre nelle scelte di ripartizione del reddito tra consumi e risparmio; e ciò consentirebbe di meglio stabilire quali innovazioni finanziarie risulterebbero al riguardo più efficaci. Il problema resta quindi aperto e non è possibile, allo stato attuale delle ricerche, andar oltre le considerazioni avanzate e le successive osservazioni.

Passando al primo quesito, il quale concerne la potenziale appetibilità dei valori mobiliari, è difficile fornire una risposta valida per qualsiasi contesto. Si deve infatti osservare che i tre principali elementi di valutazione, cui in genere ci si riferisce — liquidità, rendimento e rischio — non essendo semplici prerogative intrinseche di un titolo, dipendono da una serie di circostanze sia strettamente attinenti l'emittente e le caratteristiche del titolo, sia di ordine generale. Circa le ultime, si pensi ad esempio, all'influenza spiegata su ciascuno dei tre elementi: dal grado di unificazione del mercato dei capitali, dalle relative imperfezioni, dall'esistenza o meno di un efficiente mercato secondario; dal grado di stabilità politica, economica e monetaria, dalla struttura finanziaria delle imprese; dalla struttura dei saggi di interesse perseguita dalle autorità centrali; da fattori socio-culturali; e così via.

Ad evidenza questi ed altri aspetti verranno trattati in un successivo paragrafo quali prerequisiti e condizioni necessarie per la proficua esistenza di un mercato mobiliare in un paese in via di sviluppo, proprio in accordo al convincimento che, in materia, non sono possibili generalizzazioni se non accompagnate da opportune precisazioni. In altri termini, a nostro avviso, la posizione da assumere circa la creazione di un mercato mobiliare e il ruolo che esso può svolgere sta proprio nel fatto che sussistano e in misura adeguata (o che vengano attivate) talune condizioni di carattere sia generale che particolare. Solo dal loro riscontro, possono emergere significativi elementi di giudizio.

Tuttavia, dovendo continuare secondo un certo ordine procedurale l'analisi intrapresa, torniamo ad occuparci della potenziale appetibilità dei titoli, limitandoci ad un giudizio fondato principalmente sulle loro caratteristiche tecniche e sulla natura degli emittenti, con l'implicito assunto, da sottoporre a successiva verifica, che esista una serie di circostanze di carattere generale non sfavorevoli ¹³.

Per quanto concerne il fattore rischio non può non ammettersi che — specie in contesti caratterizzati da una ridotta preparazione economica delle unità in surplus e dall'esistenza di mercato imperfetti — esso risulta relativamente più elevato rispetto ad altre attività finanziarie di non protratta scadenza o di più facile amministrazione (caso dei depositi vincolati ma con possibilità di rimborso anticipato o di revisione del saggio di interesse ad intervalli di tempo contenuti). Inoltre i rischi di natura economica tendono ad intensificarsi con l'accrescersi della incidenza delle componenti aleatorie del rendimento effettivo ritraibile dagli impieghi in valori mobiliari ¹⁴.

È pur vero che per le obbligazioni esse possono essere attenuate all'atto dell'emissione dei prestiti agendo sulle relative strutture tecniche — prezzo di emissione, saggio d'interesse nominale, valore e modalità di rimborso — tanto da renderle simili a quelle che caratterizzano i depositi a risparmio di protratta scadenza. Ma ciò non garantisce, data anche la più lunga durata, che nel tempo le componenti aleatorie non abbiano ad accen-

¹³ La semplificazione introdotta e dalla quale si desidera rifuggire non toglie comunque validità all'analisi in quanto le valutazioni avanzate in questa parte risultano condizionate dal riscontro di quel minimo di prerequisiti e di condizioni che saranno indicate nei successivi capitoli e al quale resta quindi legato il giudizio ultimo.

¹⁴ Detta componente di rischio, sovente, non viene presa in considerazione, o appare sottovalutata negli studi che si sono occupati delle borse valori nei paesi in via di sviluppo. Si veda, ad esempio, anche l'ottimo studio di U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 285-291, il quale incentra l'attenzione sul tipo di emittenti e, soprattutto, sull'efficienza del mercato secondario e sull'attività della speculazione, con particolare riferimento al settore azionario.

tuarsi innalzando il grado di rischio, il quale resta pur sempre fortemente legato, per le operazioni di smobilizzo, all'efficienza in senso lato del mercato secondario. Esso risulterà quindi più intenso sia per i mercati di recente attivazione, non consolidati e non sottoposti ad un'attenta attività di supervisione, sia per quei titoli per i quali non viene effettuata un'opera di sostegno dei corsi.

Ovviamente, per le azioni il maggior rischio è implicito alla natura stessa di tali titoli, le cui quotazioni risultano particolarmente sensibili ad una molteplicità di fattori, taluni di natura prettamente emotiva, e come tali, potenzialmente soggette a frequenti oscillazioni.

Particolarmente rilevante al riguardo è il problema della speculazione la quale, tuttavia, può essere neutralizzata mediante una corretta normativa ed un'attenta attività di supervisione del mercato¹⁵. Ma ciò, oltre a risultare non sempre agevole, consente soltanto di evitare il prodursi di manovre destabilizzanti, e nel perseguire detto obiettivo occorre agire con la massima precauzione onde non privare il mercato di una componente essenziale per il buon funzionamento dello stesso, sotto il profilo del sostegno al flottante e della eliminazione di movimenti erratici dei corsi¹⁶.

Spostando l'attenzione sugli emittenti, alla cui qualità si connettono le alee di perdite per insolvenza, sembra lecito osservare che esse risultano più accentuate per titoli delle imprese private rispetto a quelli dello Stato¹⁷ e degli intermediari finan-

¹⁵ Nei mercati mobiliari da noi analizzati tale obiettivo è stato infatti perseguito in misura adeguata, nonostante la normativa e l'attività di supervisione siano di livello non elevato.

¹⁶ Al riguardo si veda TANCREDI BIANCHI, *Mercato finanziario e Borsa Valori*, Giuffrè, Milano, 1958, pp. 104-110.

¹⁷ Per i titoli emessi dal settore pubblico possono però configurarsi rischi di consolidamento e la loro intensità appare strettamente connessa alle condizioni politiche passate e previste future della nazione e agli atteggiamenti in proposito assunti dai governi nel corso del tempo. Significative al riguardo appaiono, ad esempio, le esperienze tunisine degli anni immediata-

ziari. Le differenze permangono anche tenendo presente che in genere solo le imprese di maggiori dimensioni e le più solide sono in grado di collocare titoli sul mercato. Inoltre i rischi di natura economica possono essere scarsamente attenuati mediante una diversificazione del portafoglio per tipi di emittenti, data la loro limitatezza. Ciò assume particolare rilievo se si considera, poi, il fatto che in fasi non avanzate di sviluppo della struttura finanziaria, la specializzazione degli intermediari è assai limitata ed essi non sono in genere stimolati ad emettere obbligazioni per provvedersi di fondi, in quanto la generalizzata accettazione dei depositi a risparmio consente di risolvere in modo più agevole ed economico il problema della raccolta presso i risparmiatori.

Da quanto detto è lecito riconoscere che i valori mobiliari presentano normalmente un grado di rischio superiore alle altre attività finanziarie (in particolar modo alla moneta e quasi moneta) e che esso tende ad essere più elevato per le obbligazioni delle imprese private. Queste diverse intensità di rischio, quantunque ricorrano anche nelle economie evolute, nei paesi in via di sviluppo risultano più marcate e dipendenti, tra gli altri fattori, dal grado di maturità raggiunto dalla struttura finanziaria e dalle tecniche distributive.

Ne deriva, quindi, che i saggi di rendimento dei titoli in presenza dei suddetti divari nel grado di rischio, dovrebbero collocarsi a livelli sufficientemente elevati rispetto alle altre attività finanziarie (in specie i depositi) e diversificati in relazione al tipo di emittente. Il che, sovente, può risultare in contrasto con la necessità delle imprese di contenere il costo dei finanziamenti, tanto da indurle a ricorrere al credito degli istituti bancari in luogo di emettere proprie obbligazioni. Si aggiunga inoltre, che gli Stati stessi a volte sono poco inclini a corrispondere sui loro titoli saggi d'interesse « allettanti », preferendo utilizzare altre forme di finanziamento o imponendo tassi di rendimento inade-

mente successivi all'indipendenza (cfr., *infra*, parte II, cap. 2, par. 1.2, punto f) e i condizionamenti spiegati per lunghi periodi.

guati e collocando i titoli fuori mercato, cioè presso taluni intermediari finanziari ¹⁸.

Infine, un discorso a parte andrebbe fatto per i rendimenti delle azioni, nei confronti dei quali ci si limita a rilevare l'eventuale conflitto che potrebbe sorgere tra l'interesse delle imprese a perseguire una politica finanziaria improntata sull'autofinanziamento e, quindi, sulla ritenzione degli utili, e il desiderio dei risparmiatori di percepire i frutti del loro investimento in forma monetara (dividendi) piuttosto che dover monetizzare sul mercato le plusvalenze.

Il che, peraltro, implica: l'assenza di barriere nell'informativa, la piena trasparenza nei rapporti tra azionisti e società e, infine, una perfetta efficienza del mercato secondario sia nella formazione dei prezzi, sia nelle condizioni di negoziabilità.

Ma supponiamo pure che non esistano tali ostacoli, di fatto alquanto frequenti, e rinviando alle parti successive i problemi di costo per le imprese.

Ammesso che i valori mobiliari possano presentare una « oggettiva » appetibilità, occorre appurare se sussiste da parte delle unità in surplus la propensione ad immetterli in portafoglio, dandosi oltretutto che le decisioni d'investimento sono di natura soggettiva e pertanto il termine « obiettiva » appetibilità è abbastanza improprio. Era questo il secondo quesito posto.

Generalmente in un paese in via di sviluppo, o comunque in mercati mobiliari relativamente giovani e di ridotte dimensioni, la categoria degli investitori istituzionali che svolgono in forma collettiva attività di gestione fiduciaria degli investimenti mobiliari (tipo i fondi comuni d'investimento) è pressoché inesistente.

¹⁸ Anche quest'ultimo caso è risultato tipico dei paesi da noi analizzati. Gli stessi U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 280-281, sottolineano come esso ricorra sovente e costituisca un fattore limitativo dello sviluppo dei mercati mobiliari e un disincentivo alla formazione del risparmio finanziario.

Poco sviluppate risultano altresì le tecniche distributive. In assenza di organismi specializzati nel collocamento e nella circolazione dei titoli, le relative funzioni sono infatti espletate individualmente dalle aziende di credito e risentono tanto del livello organizzativo e della diffusione territoriale di queste ultime, quanto della loro disponibilità (sovente assai ridotta) a favorire attivamente la diffusione dei valori mobiliari¹⁹.

Ne deriva che, in mancanza di validi organismi di canalizzazione del risparmio al mercato mobiliare e di supporto alle scelte di impiego dei risparmiatori individuali, gli investimenti in titoli e la connessa attività di gestione sono effettuati direttamente dalle singole unità in avanzo; ed è in tale ottica che essi vanno correttamente considerati.

Una prima implicazione di quanto evidenziato consiste nell'obiettivo difficoltà di accesso al mercato mobiliare da parte sia dei medio-piccoli risparmiatori, sia di coloro che non risiedono in prossimità dei principali centri finanziari²⁰, e, segnatamente, dei centri ove hanno sede le borse valori e gli intermediari di borsa.

Questo fatto è stato sistematicamente rilevato nei paesi da noi investigati e, qualora dovesse risultare più o meno tipico dei contesti sottosviluppati, la rosa dei sottoscrittori di valori mobiliari risulterebbe, in partenza, fortemente ridotta. Ad assottigliare ulteriormente la categoria in questione contribuirebbe poi l'eventuale esistenza di un elevato grado di concentrazione della ricchezza e una sua ripartizione, a livello territoriale, sfasata rispetto ai centri dotati di strutture finanziarie in grado di stimolare e di facilitare l'accesso agli impieghi mobiliari.

¹⁹ In tutti i casi da noi esaminati, eccezione fatta per la Costa d'Avorio, è infatti emerso che il sistema bancario svolge, al riguardo, un ruolo tutt'altro che attivo.

²⁰ Il fenomeno della concentrazione geografica del possesso di valori mobiliari è stato riscontrato, ancorché con diversa intensità e in relazione a fattori diversi, anche in altre indagini. Si vedano, ad esempio, J.P. DRAKE [1969], *op. cit.*, pagg. 86-87 e D. GUSTAFSON [1965], *op. cit.*, pagg. 165-179.

A prescindere da queste obiettive limitazioni, di cui occorre comunque tener conto, non essendo peraltro agevolmente superabili, in base alle risultanze della nostra analisi²¹ sembra ragionevole sostenere che sussistono anche rilevanti difficoltà di natura soggettiva alla diffusione dei valori mobiliari tra i potenziali sottoscrittori individuali.

In primo luogo molti risparmiatori, in genere (ma non necessariamente) quelli di medie e piccole dimensioni, sono avversi al rischio e sia il divario di rendimento che la potenziale liquidità dei titoli non sono in grado di esercitare, nei loro confronti, un'attrattiva determinante. Per i più sofisticati di costoro, inoltre, esistono (o sarebbe comunque opportuno renderli disponibili) *assets* finanziari, quali i depositi a risparmio e i buoni fruttiferi, che risultano strettamente sostitutivi degli impieghi in titoli³².

In secondo luogo gli individui più propensi al rischio, di solito (ma non necessariamente) quelli dotati di redditi elevati, pure apprezzando la liquidità connessa alla negoziabilità dei valori mobiliari risultano sovente attratti da investimenti, in molti casi di carattere speculativo²³ e condotti anche in forma associativa, in attività commerciali, immobiliari o in altri affari capaci di assicurare, specie in economie segmentate, tassi di rendimento molto elevati e di gran lunga superiori a quelli ritraibili dalla

²¹ Oltre alle verifiche da noi effettuate per i paesi africani qui considerati, si veda: U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 257-258 e 277. Tale studio, in verità, non fornisce alcuna evidenza empirica in supporto alle tesi sostenute e con le quali noi concordiamo in ampia misura.

²² In tal senso concordiamo pienamente con U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 257 e 277. Di avviso contrario è J.P. DRAKE (si veda la successiva nota 24).

²³ Il prevalere di una logica speculativa da parte di operatori propensi al rischio è rilevabile, ad esempio, in Marocco (si veda il paragrafo sulla evoluzione del mercato mobiliare marocchino) le cui esperienze attestano che, qualora detti operatori dovessero interessarsi al mercato azionario, lo farebbero al solo scopo di conseguire un utile in tempi molto ridotti, per poi ritirarsi immediatamente dal mercato; e in assenza di tali prospettive non effettuerrebbero alcun investimento.

detenzione di titoli azionari²⁴. Si badi, poi, che a disincentivare il possesso di valori mobiliari concorrono: la ridotta preparazione economica o l'inesperienza degli individui nelle valutazioni afferenti gli impieghi finanziari²⁵; le imperfezioni del mercato anche in termini di informativa; l'apatia nei confronti di impieghi finanziari che richiedono un certo impegno in termini di gestione e di amministrazione²⁶; la diffidenza nutrita da molti operatori nei riguardi dei valori mobiliari e dovuta, in larga misura, all'interagire dei primi due fattori.

Sulla scorta delle modeste informazioni disponibili²⁷, una riprova di quanto sostenuto può ravvisarsi nel fatto che gli individui acquirenti e detentori di valori mobiliari — non motivati da precipue finalità di controllo — in molti contesti sottosviluppati si identificano principalmente con le seguenti categorie socio-economiche: professionisti, burocrati, managers e, in misura molto contenuta, imprenditori e commercianti²⁸. In genere essi

²⁴ Ciò è sostenuto anche da U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 257-258 e non trova concordanza nella tesi di J.P. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 75. Circa la maggior redditività offerta dagli investimenti in beni reali e in attività commerciali in molti paesi sottosviluppati e in merito agli altri fattori disincentivanti gli investimenti in valori mobiliari richiamati nel testo, si veda: PHILLIPS PERERA, *Development Finance. Institutions, Problems and Prospects*, Praeger Publ. New York, 1969, pagg. 302-305.

²⁵ Tale fattore, unitamente all'inclinazione dei risparmiatori verso forme di impiego del tipo da noi richiamato nel testo, è stato enfatizzato anche da E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 58-70, nell'evidenziare i motivi per cui, a suo avviso nelle economie sottosviluppate è preferibile una ridotta diversificazione delle attività finanziarie, volta, tra l'altro, a semplificare le scelte delle unità in surplus.

²⁶ Cfr. GEORGE G. MANIATIS, *Reliability of the Equities Market to Finance Industrial Development in Greece*, in «Economic Development and Cultural Change», July 1971, pag. 604.

²⁷ Cfr. parte II, cap. 1, par. 3.1. Si considerino anche, nel senso indicato dalle osservazioni cui si riferisce la successiva nota 28 e i paragrafi 3.1 dei capitoli 2 e 3 della seconda parte.

²⁸ Le analisi condotte da DRAKE sulle esperienze della Malaysia/Singapore e riassunte J.P. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 80, testimonierebbero, a suo parere, in favore di una maggiore diffusione dei titoli presso i ceti medio-bassi (domestic servants, gardeners and labourers). Drake richiama, inoltre, a

appartengono ai ceti medio-alti e, in misura ridotta, alle classi più agiate; sono contraddistinti da una discreta preparazione in tema di investimenti finanziari e sono impegnati in professioni che non offrono l'opportunità di intraprendere affari nel settore commerciale e immobiliare. Questi ultimi, inoltre, incontrerebbero dei limiti anche per il fatto che molti di tali individui, o non posseggono i fondi al riguardo necessari o, pur non essendo avversi al rischio, hanno una mentalità (capacità) poco incline a *business* del tipo anzidetto.

Per il vero, in molti paesi si assiste ad una forte concentrazione dei titoli azionari nelle mani di un ridotto numero di individui appartenenti alle classi più agiate²⁹. Ma ciò conferma le nostre osservazioni, in quanto di solito trattasi di titoli rappresentativi di quote di controllo, che si avrebbero comunque anche in assenza di un mercato mobiliare e che non coinvolgono problemi di mobilitazione del risparmio delle famiglie.

In conclusione, si è dell'avviso che le possibilità di accrescere il risparmio aggregato delle unità di spesa mediante la creazione di un mercato mobiliare in contesti sottosviluppati dipendano, *in primis*, dall'intensità con cui interagiscono i fattori limitativi dianzi richiamati. Stante la presenza della maggior parte di essi e la difficoltà di rimuoverli in tempi brevi, particolare importanza assumono il grado di concentrazione della ricchezza e l'ampiezza delle classi socio-economiche più inclini agli impieghi mobiliari. Fenomeni questi che concorrono a spiegare in ampia

supporto della sua tesi, lo studio di E.A. AROWOLO, *The Developing of Capital Markets in Africa, with Particular Reference to Kenya and Nigeria*, in « I.M. F. Staff Papers », July 1971, pagg. 449-457. A nostro avviso, tuttavia, le notizie ivi contenute non possono consentire altre osservazioni oltre a quella che la partecipazione delle persone fisiche alla sottoscrizione di valori mobiliari, limitatamente alle operazioni di emissione lì considerate (pertanto dati parziali e non riferiti agli stocks in portafoglio), si era accresciuta. Ma ciò non fornisce valide indicazioni sulla ripartizione, per categorie socio-economiche, dei titoli in circolazione. In linea con la tipologia dei classamenti da noi riscontrata risulta l'esperienza brasiliana richiamata da U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, p. 298.

²⁹ Cfr., *infra*, parte seconda, cap. 2, par. 3.1. e cap. 3, par. 3.1., nota 54.

misura le differenze riscontrabili, da un contesto all'altro, nei risultati ottenibili con la creazione di un mercato mobiliare non solo nelle fasi iniziali, ma anche successivamente.

Quantunque si sia dell'avviso che una corretta valutazione del contributo che l'esistenza di un mercato mobiliare può apportare all'accrescimento del risparmio aggregato vada fatto caso per caso, sembra plausibile sostenere che nei paesi in via di sviluppo tale contributo risulti, in genere, alquanto modesto³⁰.

Per dovere di completezza va evidenziato che, fin qui, i possibili riflessi sul tasso di risparmio sono stati analizzati con riferimento al comportamento delle unità di spesa, mentre si è trascurato di considerare quello delle unità d'investimento e delle unità in posizione ibrida.

Secondo taluni studiosi, il *financial deepening*, dischiudendo nuove opportunità di investimento e più ampie possibilità di credito, incentiverebbe le suddette unità a risparmiare e a migliorare la propria affidabilità (cioè ad accrescere l'autofinanziamento, quindi il capitale netto) al fine di rendere meno costoso il finanziamento e di poter accedere ad esso nella misura desiderata³¹.

È nostro convincimento che anche sotto questo profilo il mercato mobiliare nelle economie arretrate può svolgere un ruolo

³⁰ Inquadrate il problema in quest'ottica, ci sembra che anche le tesi di J.P. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 75, non possano essere indicative di posizioni totalmente discordi da quelle qui assunte. Per noi si tratta di valutare caso per caso l'influenza limitativa spiegata dai diversi fattori via via richiamati, anche se siamo dell'avviso, espresso nel testo, che mediamente nei paesi in via di sviluppo i risultati ottenibili sono abbastanza limitati. Quindi, riteniamo di poter accettare la tesi di U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pur non rigettando quella di Drake.

Del resto, Shaw stesso, pur riconoscendo l'opportunità di dotare il sistema finanziario di un mercato mobiliare, ritiene che ciò possa essere proficuamente attuato in stadi di avanzato sviluppo del sistema finanziario e non manca di evidenziare sia gli ostacoli che al riguardo si porrebbero in economie scarsamente progredite, sia il rischio di generare effetti collaterali assai negativi (cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 69-71, 92-93 e 146-156).

³¹ Cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pag. 9 e R. McKINNON [1973], *op. cit.*, pagg. 57-65.

del tutto marginale. Rinviando l'argomento alla successiva trattazione, ci limitiamo ad osservare che, dal lato della raccolta di fondi, per la maggior parte delle imprese sussistono forti difficoltà di accesso al mercato mobiliare.

Ad esse si aggiunge poi una notevole riluttanza da parte dei gruppi di controllo ad espandere la base sociale mediante offerte pubbliche di azioni, e una pressoché generalizzata preferenza per il credito bancario in luogo della raccolta obbligazionaria.

Stante tale situazione, è quindi da ritenere che siano alquanto insignificanti le sollecitazioni al risparmio d'impresa, derivanti dall'esistenza di un mercato mobiliare quale fonte di finanziamenti.

Lo stesso dicasi con riferimento alle opportunità d'impiego che tale mercato può dischiudere alle imprese, la cui gestione finanziaria non sembra sia talmente sofisticata da includere gli investimenti in titoli. Al riguardo valgano anche le considerazioni avanzate con riferimento alle unità di spesa.

1.2. *I riflessi in termini di riallocazione, in senso più efficiente, dello stock iniziale di ricchezza reale e di incremento del risparmio finanziario.*

È plausibile ritenere che la creazione di un efficiente sistema finanziario possa favorire ed accelerare lo sviluppo economico, in particolar modo nei paesi preindustriali, non solo attraverso una riduzione dei fattori produttivi assorbiti dai processi di ricerca-contrattazione (effetto di reddito)³², ma anche mediante una redistribuzione della ricchezza reale in essere, a prescindere dai nuovi flussi³³. Quest'ultimo effetto scaturirebbe dal processo di

³² Cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pag. 56 e la bibliografia ivi citata.

³³ Al riguardo si considerino: R. CAMERON [1975], *op. cit.*, pagg. 20-21; ERIC L. FURNESS, *Money and Credit in Developing Africa*, Ed. Meinemann, London, 1975, pagg. 17-20; M. MASINI [1976], *op. cit.*, pag. XIX; H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 178-181 e E.S. SHAW [1973], *op. cit.*

modificazione della composizione dei portafogli individuali di attività indotto dall'offerta di *assets* finanziari idonei a sostituirsi alla detenzione improduttiva di *assets* tangibili.

Come noto, sovente nei contesti sottosviluppati, sia per mancanza di opportunità di investimenti produttivi o per difetto di conoscenze, sia per l'assenza di un adeguato spettro di attività finanziarie, una aliquota non trascurabile della ricchezza reale viene sottratta dal circuito della formazione del reddito in quanto detenuta sotto forma di scorte di generi alimentari, di materie prime e di prodotti finiti eccedenti i normali fabbisogni di consumo e di produzione; accumulazione di pietre e di metalli preziosi, di valute, di attività sull'estero, ed altri.

Tali forme di accumulazione in alcuni casi, oltre a risultare relativamente liquide e divisibili, comportano costi di conservazione non trascurabili e sono soggette ad elevati rischi di deterioramento e di oscillazione dei prezzi. In altri casi, pur presentando alcuni di detti aspetti negativi, esse sono effettuate allo scopo di ottenere una migliore protezione contro i rischi di svilimento del metro monetario.

Nella misura in cui la loro scelta è dovuta, per un verso, alle dianzi enfatizzate carenze nella gamma delle attività finanziarie disponibili e, per un altro verso, alla inadeguatezza dei relativi rendimenti, essa può essere modificata mediante la creazione di nuovi *assets* finanziari e/o il miglioramento delle caratteristiche economico-tecniche di quelli già esistenti.

Le opportunità di operare una più efficiente selezione di portafoglio, così offerte dal sistema finanziario, consentirebbero, infatti, non solo di accrescere il risparmio finanziario di nuova formazione, ma di promuovere, altresì, una modificazione negli attivi patrimoniali dei singoli operatori. Come conseguenza del progressivo sostituirsi, nei portafogli delle unità di spesa e di quelle in posizione ibrida, delle attività finanziarie alle menzionate categorie di attività tangibili, si verrebbero a liberare, per scopi produttivi, risorse reali precedentemente congelate nei serbatoi di potere d'acquisto.

Quantunque non possa escludersi che una parte di esse sia usata per finalità di consumo, comportando una riduzione netta della ricchezza aggregata, nel complesso è probabile attendersi, quale effetto ultimo, una loro trasformazione in beni capitali, sia mediante il soddisfacimento dei bisogni dei lavoratori impegnati nella loro produzione, sia attraverso il commercio estero³⁴.

Si badi che all'intensificazione della produzione e dello sviluppo economico contribuirebbe, oltre alla suaccennata attivazione di riserve reali congelate, il fluire di beni capitali dai detentori di ricchezza agli operatori dotati di maggiori capacità imprenditoriali e, ancora, a livello microeconomico, il reinvestimento degli ammortamenti in settori innovativi³⁵.

Lo svilupparsi di siffatto processo appropriatamente definito straordinario, irripetibile e tendente a protrarsi per lunghi periodi³⁶, dipende in larga misura dalla struttura e dall'efficienza del sistema finanziario. In effetto, nonostante un impulso decisivo al suo prodursi abbia luogo in coincidenza delle fasi di monetizzazione dell'economia e di arricchimento del medio circolante con varie specie di moneta segno, è da ritenere che in molti paesi sottosviluppati, pur avendo tali fasi trovato avanzata attuazione, permangono, al riguardo, forti potenzialità³⁷. Potenzialità che trovano testimonianza nell'elevata detenzione di metalli preziosi, ovvero di valute estere e/o di altri beni reali, quali forme di conservazione della ricchezza individuale, e che possono essere « sfruttate », mediante l'offerta di adeguate attività finanziarie.

Ci si può quindi chiedere quale ruolo abbia a giocare in tal senso l'esistenza di un mercato mobiliare. Come già eviden-

³⁴ Cfr. H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 179 e 180. L'argomento è stato ripreso in termini più sintetici da CAMERON (ed.) [1967], *op. cit.*, pag. 20.

³⁵ Cfr. H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pag. 181.

³⁶ Cfr. CAMERON-PATRICK, in R. CAMERON (ed.) [1967], *op. cit.*, pag. 20.

³⁷ Si considerino le esperienze e gli studi indicati da H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 181-182 e note 21 e 22.

ziato, è difficile, in astratto, fornire una risposta a tale quesito; né è possibile avvalersi del conforto di analisi empiriche, a cagione della loro assoluta mancanza. Benché in questo caso il punto centrale del problema sia la sostituibilità tra gli *assets* reali esistenti e i valori mobiliari (poiché ai fini del processo in esame è del tutto trascurabile la sostituibilità tra i vari tipi di *assets* finanziari), ci sembra possano estendersi anche ad esso le considerazioni precedentemente avanzate con riferimento agli effetti sulla propensione privata al risparmio.

I valori mobiliari, specie nelle fasi non avanzate di sviluppo del sistema economico e finanziario, interesserebbero soltanto i portafogli di una limitata e ben delineata categoria di operatori, alla cui potenzialità operativa si riconnettono, in ultima analisi, le possibilità di diffusione dei medesimi. Inoltre, qualora la loro offerta dovesse provocare soltanto una riduzione nel possesso delle passività emesse dal sistema bancario verrebbero meno gli effetti di riallocazione della ricchezza reale, mentre si potrebbero produrre effetti di disintermediazione non proficui.

Con questo non si vuol escludere che l'esistenza di un mercato mobiliare possa costituire un disincentivo alla detenzione improduttiva di *assets* reali, o possa favorire una riallocazione del capitale fisico, piuttosto si è dell'avviso che tale influenza, per i motivi dianzi evidenziati, sia alquanto ridotta e in alcuni contesti addirittura insignificante.

In termini più espliciti, si è inclini a ritenere che altri tipi di attività finanziarie — segnatamente i titoli indiretti emessi dal sistema bancario — se dotati di rendimenti sufficientemente elevati³⁸, possono adeguatamente assecondare il prodursi del fenomeno in parola nei confronti della maggior parte degli individui.

³⁸ Circa l'importanza che i saggi di rendimento assumono in tal processo, si vedano tra gli altri: MARIO MASINI, *Il contributo del sistema bancario alla politica del risparmio nei paesi in via di sviluppo*, in « Il Risparmio », settembre 1970 e McKINNON [1973], *op. cit.*, pagg. 9-16 e 55-68.

Del pari, sempre in merito al fenomeno della riallocazione verso usi maggiormente produttivi del capitale fisico, indotto dalla struttura finanziaria, si nutre il convincimento che le economie a sviluppo ritardato dovrebbero meditare più attentamente sulle tesi schumpeteriane e, di riflesso, dovrebbero prestare maggiore attenzione all'attività delle banche svolgenti funzioni monetarie. Due punti in particolare di tali tesi, che non è il caso di richiamare a motivo della loro notorietà, sembrano meritevoli di approfondite riflessioni.

Il primo riguarda la peculiare capacità riconosciuta alle banche di favorire il trasferimento dei mezzi di produzione agli imprenditori (intesi nell'accezione schumpeteriana)³⁹ mediante la creazione di credito⁴⁰. Sebbene Schumpeter, per ragioni espositive, abbia effettuato una qualche forzatura nel distinguere le concessioni (richieste) di credito, sulla base della relativa destinazione e nel dimostrare sotto quali esclusive condizioni esse sono essenziali allo sviluppo economico, è indubbio che egli abbia colto l'essenza dell'attività della moderna banca di deposito; mentre resta da verificare se le banche siano effettivamente inclini a finanziare le attività innovative⁴¹.

³⁹ Cfr. JOSEPH A. SCHUMPETER, *The Theory of Economic Development*, New York, Oxford University Press, 1961, pagg. 71-94.

⁴⁰ Quello che Schumpeter definisce creazione di mezzi di pagamento a credito, associandovi un processo di risparmio forzoso (cfr. J.S. SCHUMPETER, *op. cit.*, cap. 3, in particolare le pagg. 105-115).

⁴¹ Preme rilevare che, al contrario di quanto a volte gli viene attribuito, Schumpeter non ha sostenuto che nella pratica le banche siano in genere particolarmente inclini a finanziare consapevolmente le innovazioni. Infatti, rifacendosi a quello che nel suo schema espositivo chiama credito d'esercizio diretto a finanziare il normale traffico di merci (credito di esercizio nel flusso circolare) egli constatava «... when in the end all business, — old as well as new ones — are drawn into the circle of the credit phenomenon, bankers will even prefer this kind of credit on account of the smaller risk it involves. Many banks, particularly of the "deposit" type and also almost all old-established houses, actually do this and restrict themselves more or less to such "current" credit. But this is only a consequence of development already in full swing» (*op. cit.*, pag. 104).

Al riguardo, con il progredire delle ricerche di storia economica, taluni studiosi, pur con enfasi diversa, hanno rigettato la semplicistica affermazione che le banche non abbiano finanziato l'innovazione⁴² e, al tempo stesso, hanno indicato per quali altre vie il credito bancario ha contribuito a stimolare lo sviluppo del tessuto industriale. Cameron, ad esempio, ha evidenziato che in alcuni casi « le banche hanno coscientemente finanziato promettenti innovazioni tecniche sin dal loro nascere » e che, sovente, ciò è avvenuto in modo « inconsapevole o almeno accidentale »⁴³. Egli ha inoltre osservato che, « mentre è raro che le banche finanzino direttamente un periodo di sperimentazione, da parte di un nuovo ed inesperto imprenditore (...), è abbastanza comune che le banche finanzino l'espansione di imprese che hanno già introdotto riuscite innovazioni, ed anche che finanzino l'adozione di innovazioni da parte di imitatori », affrettandosi altresì ad aggiungere che « è probabile che (...) la maggior parte delle innovazioni tecniche siano state introdotte da solide imprese industriali.. » di modo che « in tali casi è semplice per l'imprenditore ottenere finanziamenti bancari senza che il banchiere conosca o si preoccupi necessariamente di sapere se sta finanziando innovazioni o meno »⁴⁴.

Sembra dunque plausibile sostenere che le economie sottosviluppate possano proficuamente avvalersi del sistema bancario, creando le condizioni affinché lo stesso operi come fattore di stimolo e di accelerazione del processo di industrializzazione e di sviluppo economico. E in ciò, sarebbero peraltro favorite dalla osservanza delle esperienze maturate in paesi relativamente più evoluti e dalla possibilità di mutuare tecniche bancarie più efficienti, adattandole alle proprie realtà.

⁴² Si vedano, fra gli altri, pur nella diversità di impostazione e di conclusioni cui pervengono: R. CAMERON [1975], *op. cit.* (in particolare la premessa di CAMERON-PATRICK e le conclusioni di CAMERON) e A. GERSCHENKRON, *Economic Backwardness in Historical Perspective: a Book of Essays*, Cambridge, 1962.

⁴³ Cfr. R. CAMERON [1975], *op. cit.*, pag. 23.

⁴⁴ *Ibidem*, pag. 24.

Il secondo punto dell'elaborazione schumpeteriana richiama l'attenzione sia sull'attività bancaria, che sul mercato mobiliare come complemento ad essa. Si tratta del finanziamento d'impresa a lungo termine, che, come egli osserva, a volte avviene con credito a breve, ma « every entrepreneur and every bank will try for obvious reasons to exchange this basis as soon as possible for a more permanent one, indeed will regard it as achievement if the first stage can be completely jumped in an individual case »⁴⁵.

Schumpeter, in particolare, evidenzia che il ruolo della banca al riguardo consiste nel mettere a disposizione dell'imprenditore, contestualmente alla creazione di azioni o di obbligazioni potere d'acquisto appositamente creato e nel collocare poi i titoli presso la clientela con conseguente sostituzione dei mezzi di pagamento incrementali con riserve di potere d'acquisto esistenti⁴⁶.

Il punto appena richiamato, non vuol costituire l'occasione per riesaminare la figura e la problematica della banca mista sulla quale non mancano oltretutto studi assai pregevoli, bensì offre l'opportunità per sottolineare come le banche, pur non effettuando direttamente e in via sistematica il credito mobiliare, possono svolgere una funzione essenziale nel classamento e nella diffusione di valori mobiliari. Basti pensare: al sostegno dato alle emissioni mediante la costituzione di consorzi di collocamento; all'eventuale attività di consulenza e di assistenza fornita alle imprese nella fasi precedenti le emissioni; al sostegno creditizio offerto agli operatori abituali in titoli; all'attività di consulenza e di gestione di portafoglio svolta nei confronti della clientela depositante e dei risparmiatori in genere, nonché alla non trascurabile capacità di influire sulle scelte in questi ultimi⁴⁷.

⁴⁵ Cfr. J.A. SCHUMPETER [1961], *op. cit.*, pag. 111.

⁴⁶ *Ibidem*, pagg. 111-112.

⁴⁷ Esemplare al riguardo è il sostegno offerto per tal via dal sistema bancario della Costa d'Avorio alla diffusione dei titoli tra il pubblico dei risparmiatori (cfr. *infra*, Parte II, cap. 1).

Ad evidenza, tali operazioni dovrebbero costituire una delle funzioni essenziali ed inscindibile delle banche commerciali, e i banchieri autentici ne sono profondamente consapevoli e non cadono nell'errore, sovente riscontrabile, di considerare l'attività d'intermediazione in titoli un mero deterrente alla raccolta di depositi e all'esercizio dell'attività creditizia. Puntuali appaiono in proposito le osservazioni di Mattioli, il quale affermava con estrema chiarezza che « la funzione essenziale di una banca è quella di mediare: mediare in due sensi complementari: mediare tra raccolta e impieghi e mediare tra risparmio e investimenti. Il risultato della prima mediazione è l'esercizio del credito... Il risultato della seconda — intermediazione in gergo professionale, ossia compravendita, per conto di clienti, di valute e di « valori » — è l'incanalamento di quote di risparmio verso il mercato finanziario, la loro integrazione nel processo produttivo con l'acquisto o la sottoscrizione di azioni e obbligazioni e titoli di Stato ».

« È compito di chi esercita questo mestiere di vigilare perché le due mediazioni, anziché intralciarsi a vicenda, si armonizzino ed integrino l'una con l'altra » ⁴⁸.

Oltre alle modalità sopra indicate, preme altresì rilevare che le banche commerciali, qualora volessero svolgere in questo campo un ruolo attivo senza impegnarsi in via diretta, potrebbero efficacemente sostenere il reperimento di capitali propri da parte delle imprese finanziando gli acquisti azionari operati dalle unità in avanzo ⁴⁹. In tal modo si eviterebbero molti degli aspetti

⁴⁸ Cfr. BANCA COMMERCIALE ITALIANA, *Relazione del Consiglio di amministrazione presieduto da Raffaele Mattioli all'Assemblea generale per l'esercizio 1960*, pag. 231. Su tale argomento e sulle relative implicazioni, Mattioli, ha più volte richiamato l'attenzione dell'assemblea degli azionisti e del mondo bancario, in varie relazioni di anni sia precedenti che successivi a quello qui citato.

⁴⁹ Tali operazioni, ad esempio, sono state effettuate saltuariamente in Kenya e alcuni casi hanno costituito un discreto strumento per espandere la proprietà azionaria. A titolo di informazione circa le modalità di attuazione si ricorda che in occasione di un aumento di capitale dalla società Dunlop, due banche locali si sono impegnate per una quota parte dell'emissione a concedere

negativi connessi all'esercizio diretto del credito mobiliare, perseguendo le medesime finalità. Le banche, infatti, a prescindere dalle difficoltà che possono porsi alla pratica attuazione di siffatte operazioni, pur erogando prestiti destinati, in ultima analisi, ad accrescere i mezzi propri delle imprese, si accollerebbe un rischio più contenuto grazie al maggior frazionamento degli impieghi e alla certezza (*ex ante*) della loro durata e del loro valore.

Resta comunque inteso che i potenziali risultati ottenibili permangono condizionati dalla disponibilità delle imprese ad emettere titoli e dall'inclinazione dei risparmiatori a sottoscriverli.

A conclusione di questa parte dedicata ai riflessi dell'esistenza di un mercato mobiliare sul risparmio e sull'allocazione della ricchezza, un'ulteriore considerazione s'impone e riguarda i flussi di capitale da e verso l'estero.

Per quanto attiene le esportazioni di capitali non motivate da precipue preoccupazioni di carattere politico, bensì da finalità di rendimento e di diversificazione di portafoglio, è plausibile ritenere che l'esistenza di un mercato mobiliare locale possa mitigare il fenomeno. Tuttavia, anche in questo caso non ci si deve attendere risultati di rilievo a motivo, se non altro, della scarsa differenziazione dei titoli disponibili all'interno. Inoltre, il medesimo obiettivo può essere conseguito favorendo un innalzamento dei tassi d'interesse corrisposti sui depositi bancari e su eventuali altre attività finanziarie.

a cittadini kenyani finanziamenti pari all'80 % del valore delle azioni acquistate (l'importo massimo degli acquisti individuali era fissato a 500 azioni) rimborsabili entro 18 mesi (cfr. HOLGER L. ENGBERG, *The Nairobi Stock Exchange: An Organised Capital Market in a Developing Country*, in «The Journal of Management Studies», March 1976).

In quest'ambito è altresì interessante ricordare che la Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest ha messo a punto nel 1976 un meccanismo di rifinanziamento delle operazioni di acquisto, da parte di operatori nazionali, di attivi di società estere ubicate nella zona dell'Unione Monetaria dell'Africa dell'Ovest (cfr. *infra*, parte II, cap. 1, par. 3.2).

Per quanto concerne poi l'afflusso di capitali esteri, ci sembra di poter escludere che lo sviluppo di un mercato mobiliare sia in grado di esercitare effetti attrattivi, in quanto essi hanno luogo per altre ragioni, e in accordo all'esistenza di altri requisiti. Con ciò non si vuol disconoscere, né sottovalutare, gli aspetti positivi che gli investitori esteri possono ravvisare nell'opportunità di ottenere partecipazioni da parte di operatori locali (protezione da rischi politici ed altri) e di effettuare più agevolmente gli smobilizzi, anche in forma graduale⁵⁰, ma si intende semplicemente sostenere che essi non sono determinanti.

1.3. *I riflessi sul volume aggregato d'investimento e sull'allocazione del risparmio.*

L'ultima serie di effetti tramite i quali la struttura finanziaria può influenzare lo sviluppo economico riguarda il volume e l'allocazione degli investimenti.

Ancorché con approcci a volte sensibilmente diversi, alcuni studiosi di teoria finanziaria e di problemi del sottosviluppo⁵¹, sostengono che un sistema finanziario efficiente può promuovere un aumento degli investimenti e una migliore allocazione degli stessi. Per quanto concerne l'aumento del volume aggregato

⁵⁰ Per i reciproci vantaggi derivanti agli operatori esteri e a quelli locali da una diffusa proprietà azionaria si vedano: E.A. AROWOLO [1971], *op. cit.*, pag. 464; D. GUSTAFSON, *Promoting Broader Ownership of Private Securities in the Low Income-Countries*, in W. DIAMOND (ed.), *Development Finance Companies: Aspects of Policy and Operation*, published by The Johns Hopkins Press for the World Bank Group, Baltimore, 1968, pag. 28.

⁵¹ Si considerino, tra gli altri: R. CAMERON [1975], *op. cit.*, pagg. 17-20 e 425-426; VICENTE GALBIS, *Financial Intermediation and Economic Growth in Less-Developed Countries: A Theoretical Approach*, in « Journal of Development Studies », vol. 13, n. 2, January 1977, pagg. 64-69; R.W. GOLDSMITH [1969], *op. cit.*, pagg. 390-400; R. MCKINNON [1975], *op. cit.*; H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 182-185; RICHARD PORTER, *The promotion of the « Banking Habit » and Economic Development*, in « Journal of Development Studies », July 1966; e E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 75-77.

d'investimento, esso risulterebbe stimolato da una molteplicità di fattori riconducibili, in estrema sintesi, a due gruppi di effetti: *a)* un effetto costo in senso lato; e *b)* un effetto disponibilità.

Il primo gruppo di effetti consiste nel fatto che lo sviluppo e il miglioramento della struttura finanziaria comportano una riduzione dei costi effettivi di finanziamento inclusi quelli di natura psicologica. Come è stato giustamente rilevato, ciò non significa che si debba comunque verificare una riduzione del saggio d'interesse nel tempo, in quanto nelle economie in fase di sviluppo la domanda d'investimento potrebbe accrescersi sensibilmente⁵². Si aggiunga poi che il saggio d'interesse, se in precedenza veniva mantenuto a livelli inferiori a quello di equilibrio, potrebbe anche subire un immediato innalzamento, dispiegando ugualmente effetti positivi sul volume (o sull'allocazione) degli investimenti⁵³. Questi ultimi, infatti, verrebbero a beneficiare di una maggiore disponibilità di fondi investibili provocata dalla più elevata remunerazione degli impieghi finanziari, la quale tende a disincentivare l'investimento diretto e a favorire — qualora si assuma che la propensione al consumo non sia del tutto indipendente dal tasso di rendimento reale del risparmio finanziario — un aumento del risparmio⁵⁴.

In ogni modo, ammesso questo secondo caso come necessario e proficuo, resta acquisito che lo sviluppo della struttura finanziaria, promuovendo l'unificazione del mercato dei capitali, comporta, quale vantaggio ultimo sotto il profilo del costo dei finanziamenti, una sensibile riduzione della variabilità dei saggi d'interesse tanto nello spazio, quanto in riferimento a categorie di mutuatari e a periodi stagionali.

⁵² Cfr. H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pag. 184.

⁵³ In merito ai positivi effetti sul volume degli investimenti e sull'allocazione delle risorse, si veda: V. GALBIS [1977], *op. cit.*, pagg. 65-68.

⁵⁴ Inoltre potrebbe distrarre fondi dai mercati finanziari non organizzati a favore di quelli organizzati.

La desegmentazione del mercato dei capitali agisce poi in direzione di una più efficiente allocazione degli investimenti e di un aumento della loro redditività media⁵⁵ in quanto, per un verso, consente una migliore selezione delle opportunità d'investimento e, per un altro verso, favorisce la specializzazione nel comportamento delle unità economiche in tema di risparmio e di investimento, relegando quest'ultimo all'iniziativa di coloro che sono dotati di migliori capacità imprenditoriali.

Ma forse il maggior incentivo in favore di un aumento degli investimenti è costituito dalla più elevata disponibilità di fondi e dalle più ampie possibilità d'accesso al capitale che lo sviluppo della struttura finanziaria dischiude agli imprenditori consentendo loro di assumere maggiori posizioni debitorie e di conseguire i vantaggi delle economie di scala.

Poiché le considerazioni appena richiamate risultano, come solito, riferite precipuamente all'attività degli intermediari finanziari, conviene procedere ad una valutazione del contributo che il mercato mobiliare può arrecare allo sviluppo e all'efficiente allocazione degli investimenti.

Circa il primo aspetto, un modo abbastanza semplice per appurare se in contesti sottosviluppati il mercato mobiliare può fornire significativi incentivi agli investimenti, consiste nel verificare in che misura la sua esistenza facilita ed amplia la possibilità di accesso al capitale, riduce il costo dei finanziamenti e ne accresce la disponibilità.

Ribadendo il grado di approssimazione cui necessariamente s'incorre nel riferirsi a situazioni generiche e non a singole e specifiche realtà, per quanto concerne l'ampliamento delle possibilità di accesso al capitale, va rilevato che esso riguarda essenzialmente le imprese di maggiori dimensioni e di più larga

⁵⁵ Al riguardo si veda E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 75-76 e V. GALBIS [1977], *op. cit.*, pagg. 63-67, il quale analizza gli effetti in tal senso spiegati da un aumento del saggio d'interesse reale verso il livello di equilibrio.

notorietà, le uniche che possono collocare alquanto agevolmente i propri titoli.

È inoltre verosimile ritenere che tali imprese, costituendo la clientela preferita delle aziende di credito nella concessione di prestiti, con ogni probabilità non abbiano tanto da avvantaggiarsi dall'esistenza di un mercato obbligazionario⁵⁶, quanto piuttosto da quella di un mercato azionario. Ma anche l'importanza di quest'ultimo tende a ridimensionarsi per il fatto che sovente le imprese, pur se di ampie dimensioni, hanno uno spiccato carattere familiare e/o una compagine sociale estremamente ristretta e chiusa e preferiscono fondare il loro sviluppo sull'auto-finanziamento o sugli apporti dei soci in luogo di offrire azioni al pubblico⁵⁷.

Una chiara testimonianza di quanto l'ampliamento delle possibilità di accesso al capitale offerte dal mercato mobiliare risulti più potenziale che effettivo è ravvisabile sia nella ridotta numerosità delle imprese in grado di ricorrere al mercato, sia nella loro rinuncia ad emettere titoli obbligazionari in luogo del ricorso al credito indiretto ritenuto meno costoso e di più facile accesso, sia, infine, nella riluttanza di molte società ad allargare la base sociale e ad offrire azioni al pubblico⁵⁸.

⁵⁶ Naturalmente si assume che gli intermediari finanziari esistenti siano in grado di concedere prestiti a prorogata scadenza; nel caso contrario, è plausibile attendersi, prima dello sviluppo delle emissioni di titoli diretti a lungo termine da parte delle imprese, uno sviluppo dell'intermediazione finanziaria nelle scadenze non brevi.

⁵⁷ Si noti che tali preferenze sono riscontrabili anche in paesi industrializzati, quali ad esempio l'Italia, dove molte imprese preferiscono evitare la quotazione in borsa e non si rivolgono al mercato mobiliare organizzato per il soddisfacimento delle loro esigenze finanziarie.

⁵⁸ Tutto ciò è stato puntualmente riscontrato per i paesi da noi analizzati. Per simili constatazioni si vedano: R.W. GOLDSMITH [1971], *op. cit.*, pagg. 20-21; J. LOXLEY, *East African Stock Exchanges*, in P.A. THOMAS (ed.), *Private Enterprise and the East African Company*, Tanzania Publishing House, Dar Es Salaam, 1969, pagg. 140-146 e U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pag. 261.

Passando alla riduzione del costo dei finanziamenti, il mercato mobiliare potrebbe contribuirvi tanto in via diretta, vale a dire favorendo la raccolta di capitali a titolo di debito ad un costo più basso di quello dei prestiti concessi dagli intermediari, quanto in via indiretta, cioè facilitando le imprese a conseguire strutture finanziarie (pro-tempore) ottimali, le quali consentono di ridurre il costo medio ponderato del capitale⁵⁹.

Circa l'effettiva portata di tali vantaggi, varie ragioni inducono a ritenere che, in presenza di intermediari finanziari efficienti sotto l'aspetto tecnico-operativo, essi risultano alquanto modesti se non addirittura inesistenti.

Innanzitutto, come osservato in precedenza, in contesti scarsamente sviluppati il fattore rischio può comportare una miglioramento del rendimento dei titoli primari da classare nei portafogli delle unità in avanzo, tale da ridurre la convenienza a ricorrere al finanziamento diretto. Sul costo di quest'ultimo, inoltre, in mercati relativamente organizzati e per operazioni di ammontare non elevato, possono incidere anche sensibilmente gli oneri connessi all'emissione e al collocamento dei titoli, nonché agli eventuali interventi a sostegno delle quotazioni.

Secondariamente, se accanto a queste considerazioni circa l'effettiva onerosità della raccolta diretta di fondi si aggiunge che le imprese in grado di collocare titoli, in genere, godono già di un trattamento economico di favore da parte degli intermediari creditizi, appare evidente come i vantaggi in termini di costo del capitale offerti dall'esistenza di un mercato mobiliare possano, di fatto, risultare abbastanza ridotti.

Per quanto concerne, infine, un eventuale « effetto disponibilità » è da escludere che l'attivazione di un mercato mobi-

⁵⁹ La riduzione del costo medio ponderato del capitale avrebbe luogo, in particolare, per effetto della riduzione del costo dell'indebitamento che il miglioramento della struttura finanziaria d'impresa dovrebbe comportare a cagione del minor rischio che incombe sugli enti finanziatori. Sull'argomento si veda: J.F. WESTON-E.F. BRIGAM, *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1974, cap. 10.

liare possa accrescere significativamente il volume dei finanziamenti a disposizione delle imprese e ciò perché, per la raccolta di capitale di debito, i potenziali emittenti — inutile ripeterlo — dispongono già di ampio accesso al credito indiretto; mentre per la raccolta di capitale di rischio, le limitazioni rilevate dal lato dell'offerta di fondi e la stessa riluttanza di molte imprese di avvalersi di detto canale di finanziamento inducono a concludere che l'effetto in parola non sia, tutto sommato, molto rilevante.

Resta da appurare se l'esistenza di un mercato mobiliare accanto alle altre istituzioni finanziarie migliora l'allocazione del risparmio tra i potenziali investimenti. In proposito, va avvertito che allo stato delle attuali conoscenze non si è in condizione di esprimere, con fondatezza, significativi giudizi, i quali peraltro richiedono uno specifico e dettagliato esame delle singole realtà osservate. Senza entrare nel merito di un argomento così complesso⁶⁰ ci si limita a ricordare che sulla capacità allocativa del mercato mobiliare sono state manifestate perplessità anche con riferimento alle esperienze di paesi industrializzati dotati di attive borse valori⁶¹. Pertanto, è verosimile attendersi che nei paesi in via di sviluppo essa sia ancor più ridotta a motivo delle maggiori imperfezioni dei rispettivi mercati finanziari.

Ma quel che più interessa rilevare, è che nell'impossibilità di giungere a significative conclusioni circa gli effetti sul meccanismo allocativo, è alquanto riduttivo ritenere che « the most that can be said is that, since, securities market constitutes an additional avenue of borrowing and lending, the capital market is wide than hitherto and should function more competitively »⁶².

Al contrario si dovrebbe piuttosto riflettere sulla eventualità che l'istituzione di un mercato mobiliare in economie repressive e

⁶⁰ Per alcuni dettagli circa gli aspetti da considerare nel procedere ad una valutazione dell'efficienza allocativa delle borse valori nei paesi in via di sviluppo si veda: U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 258-260.

⁶¹ Cfr. W.J. BAUMOL, *The Stock Market and Economic Efficiency*, Fordham University Press, New York, 1965, pagg. 182-183.

⁶² Cfr. P.J. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 76.

nelle prime fasi di sviluppo della struttura finanziaria a lungo termine agisca nel senso di una maggiore segmentazione del mercato dei capitali e ne riduca l'efficienza allocativa⁶³.

In sintesi e soprassedendo su quest'ultimo problema, si è dell'avviso che gli incentivi offerti agli investimenti dal mercato in parola siano nel complesso piuttosto modesti.

⁶³ SHAW, ad esempio, è decisamente convinto che la creazione di mercati mobiliari organizzati è sfavorevole al meccanismo allocativo, in quanto essi, tra gli altri effetti negativi determinano un aumento della concentrazione del potere economico (cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 144-147).



2. LE FUNZIONI DEI MERCATI MOBILIARI NEI PAESI IN VIA DI SVILUPPO: b) ALTRE FUNZIONI E FINALITÀ

Nel precedente paragrafo si è incentrata l'attenzione sul contributo che il mercato mobiliare può fornire al decollo economico dei paesi sottosviluppati e indirettamente sono state esaminate molte altre funzioni ad esso attribuibili quali, ad esempio, quelle relative alla raccolta di capitali da parte delle imprese, alla liquidità e alla trasferibilità della ricchezza mobiliare, alla formazione e alla diffusione di quantità economiche segnaletiche (corsi, rendimenti, ecc.), nonché all'indicazione e alla selezione di investimenti più profittevoli per il risparmio.

Restano ora da considerare, per completare l'analisi delle funzioni svolte dal mercato mobiliare e degli obiettivi perseguibili per il suo tramite, le seguenti finalità:

1) favorire il perseguimento di economie di scala, consentendo alle industrie di raggiungere ampie dimensioni produttive;

2) evitare e contrastare il verificarsi di un'eccessiva concentrazione del potere economico e, al tempo stesso, creare le condizioni per ottenere una ragionevole distribuzione della ricchezza e del reddito;

3) sollecitare le imprese a massimizzare i profitti e a seguire una gestione più oculata avvalendosi di managers professionali (e, di riflesso, stimolare la valorizzazione delle capacità imprenditoriali e degli *skills* individuali);

4) favorire l'indigenizzazione (e/o la privatizzazione) dell'attività economica.

2.1. *Il contributo al perseguimento di economie di scala.*

Questo primo gruppo di finalità di fatto è stato discusso in relazione agli incentivi forniti dal mercato mobiliare agli investimenti e ad esse si possono estendere le considerazioni al riguardo effettuate. Qui si desidera soltanto aggiungere che un tale obiettivo, con ogni probabilità non costituisce una condizione essenziale e forse neppure necessaria allo sviluppo di economie che si trovano ad affrontare gli stadi iniziali dell'industrializzazione. Le analisi di storia economica hanno infatti appurato che i processi di sviluppo coronati da maggior successo sono stati caratterizzati, nelle fasi di decollo, da una preminenza di piccole imprese¹, le quali tendono a costituire un tessuto produttivo più agile, elastico e al tempo stesso più vivace. La loro crescita graduale e selettiva consente inoltre di evitare i rischi e le rigidità insiti in un sistema ove siano presenti grandi imprese, non frutto di un graduale e consolidato sviluppo.

Pertanto, occorre riflettere accuratamente sugli effettivi vantaggi delle economie di scala che le grandi imprese possono assicurare, rispetto a quelli offerti da un tessuto di imprese minori. Di conseguenza va anche valutata con maggiore attenzione l'opportunità di promuovere, pur se per l'esclusivo tramite dei canali finanziari, un'intensificazione delle dimensioni di taluni unità produttive, magari correndo il rischio di sottrarre risorse finanziarie alle imprese minori.

Quanto osservato non vuol certamente significare che non si debba assecondare o favorire la crescita dimensionale di alcuni complessi, piuttosto che per la maggior parte delle imprese ciò debba avvenire a tempo debito e soprattutto in risposta ad esigenze effettive, per lo più manifestate spontaneamente dalle stesse. Che nei primi stadi dello sviluppo ci si debba preoccupare maggiormente della qualità del settore produttivo, più che delle dimensioni delle singole unità, lo dimostrerebbe comun-

¹ Cfr. R. CAMERON [1975], *op. cit.*, pag. 459 e i singoli saggi ivi contenuti.

che il fatto che molte imprese pur potendo, senza pregiudizi per i gruppi di controllo, raccogliere capitale di rischio con la emissione di propri titoli, preferiscono perseguire uno sviluppo graduale, fondato prevalentemente sull'autofinanziamento e su eventuali apporti diretti.

Del resto, le scelte suddette appaiono in perfetta armonia con i tempi necessari per la maturazione delle esperienze e delle capacità manageriali che la conduzione di imprese di maggiori dimensioni, o il semplice esercizio del potere volitivo, richiedono. Non a caso il fenomeno a prima vista paradossale che si è riscontrato per diversi paesi, inclusi quelli qui esaminati, è un frequente manifestarsi di eccessi di domanda di titoli azionari rispetto all'offerta, includendo in quest'ultima le nuove emissioni.

2.2. I riflessi sulla concentrazione del potere economico, del reddito e della ricchezza.

In merito alle finalità in parola, sovente si sostiene che lo sviluppo del mercato mobiliare e un'ampia diffusione dei valori azionari presso i risparmiatori oltre ad essere indispensabili al fine di evitare una eccessiva concentrazione del potere economico nelle mani pubbliche o, all'estremo opposto, presso una ristretta cerchia di privati capitalisti, costituiscono la condizione basilare per una ragionevole distribuzione della ricchezza, del reddito e dello stesso potere economico². A nostro avviso è abbastanza irrealistico, e forse alquanto infondato, ritenere che in contesti sottosviluppati il mercato mobiliare possa di per sé consentire il perseguimento di tali obiettivi. Questa convinzione, del resto, la si nutre in ampia misura anche nel caso di paesi industrializzati e le esperienze ivi osservabili ne offrono una riprova.

In primo luogo, il fenomeno della concentrazione della ricchezza, che a sua volta tende a determinare una concentrazione del potere economico, costituisce molto probabilmente un limite

² In tal senso si veda D. GUSTAFSON [1968], *op. cit.*, pagg. 27-28.

invalidabile alla diffusione dell'azionariato. Pertanto, è illusorio credere di poter agire su tale fenomeno proprio con un processo il cui svilupparsi richiede, appunto, la sua rimozione.

In secondo luogo, non è affatto sicuro che la concentrazione del potere economico, si riduca con il diffondersi della proprietà azionaria. Al contrario, si potrebbe addirittura assistere ad una sua intensificazione qualora all'aumento delle azioni classate tra i risparmiatori dovesse corrispondere un frazionamento delle partecipazioni di minoranza tale per cui i gruppi di controllo abbiano ad acquisire il dominio su un volume di capitali relativamente più elevato.

Scontate, a questo punto, risultano altresì le considerazioni che possono avanzarsi in merito al presunto fenomeno di redistribuzione del reddito e della ricchezza. Premesso che il meccanismo sottostante non è unidirezionale, poiché l'investimento in azioni può comportare anche delle perdite, e che gli effetti appaiono *a priori* incogniti e estremamente aleatori, ne deriva che non è certamente questa la via migliore per perseguire obiettivi sociali o di redistribuzione della ricchezza e del reddito. Inoltre, finché la partecipazione al mercato azionario, sia da parte degli emittenti che dei sottoscrittori, permane piuttosto circoscritta, è addirittura probabile che si accrescano le sperequazioni esistenti e che gli eventuali benefici derivanti dalla partecipazione alle imprese siano goduti da una ristretta cerchia di individui appartenenti alle categorie socio-economiche medio-elevate³.

A conclusioni analoghe sono pervenuti U Tun Wai e Patrick, i quali sostengono che lo sviluppo del mercato mobiliare forse non comporterebbe i rilevati effetti avversi qualora « a country had a vigorous program of wealth redistribution by capital, estate, or inheritance taxes », affrettandosi però ad evi-

³ Una indiretta conferma di questa tesi e della tipica struttura dei possessori di valori mobiliari per categorie socio-economiche e degli emittenti per classi dimensionali è fornita, con riferimento alle esperienze del Ghana, da H.L. ENGBERG [1976], *op. cit.*, pag. 23.

denziare « we know of no market-oriented low developing country with such policies »⁴.

A nostro avviso, tuttavia, si tratta di un'ipotesi questa più di studio che vicina alla realtà (come del resto sottolineano gli autori stessi) e per quanto accettabile e convincente, non attenua le perplessità dianzi avanzate circa la validità di un tal meccanismo, pur in presenza di efficaci programmi di redistribuzione del reddito e della ricchezza.

2.3. I riflessi sulla gestione aziendale e gli stimoli alla valorizzazione delle capacità imprenditoriali.

Questo terzo gruppo di finalità riguarda più da vicino la gestione aziendale, sulla quale la diffusione dell'azionariato potrebbe esercitare, sotto diversi profili, un incentivo al miglioramento. È infatti plausibile che con l'ampliamento della base sociale e con la progressiva pubblicizzazione delle imprese, queste ultime siano indotte a perseguire una gestione più oculata e ad avvalersi di qualificati managers professionali⁵. Cosa questa che implicherebbe, oltre ad una maggiore valorizzazione delle capacità imprenditoriali latenti nella collettività, un miglioramento delle tecniche contabili e delle coordinazioni finanziarie e lucrative delle imprese, nonché dell'informativa, con evidenti vantaggi anche di carattere sociale.

Mentre non si nutrono difficoltà nel riconoscere la possibilità che tali effetti abbiano a prodursi, si è piuttosto scettici sul fatto che le imprese siano altresì indotte a massimizzare i profitti, piuttosto che a perseguire altri obiettivi⁶. E ciò sia per-

⁴ Cfr. U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pag. 260. Essi, inoltre, aggiungono che in tali circostanze il mercato mobiliare « would enable corporations to change ownership without serious disruption and wealthy taxpayers could diversify their portfolios » (pag. 260).

⁵ Cfr. U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pag. 260.

⁶ È questa un'ipotesi avanzata da U. TUN WAI e PATRICK [1973], *op. cit.*, pag. 260.

ché non vi sono ragioni per ritenere che le imprese prima di essere pubblicizzate perseguano un *mixed* di obiettivi nel cui ambito il profitto riveste un peso relativamente inferiore, sia in quanto sovente è dato di osservare che proprio la scissione tra proprietà e controllo e l'avvento di managers professionali tendono a far emergere, accanto a quello della massimizzazione dei profitti, altri obiettivi, talvolta sollecitati dagli interessi e dalle finalità di ordine personale degli amministratori stessi.

2.4. *Il contributo all'attuazione di processi di indigenizzazione e/o di privatizzazione dell'attualità produttiva.*

Resta da considerare un'ulteriore categoria di funzioni che le borse valori possono essere chiamate a svolgere in contesti sottosviluppati e che, in genere, non risultano sufficientemente enfatizzate. Esse riguardano i processi di indigenizzazione e/o di privatizzazione dell'attività economica⁷ e appaiono di estremo interesse non solo per la portata di tali obiettivi, ma altresì in quanto le modalità per perseguirli possono costituire un valido sistema per promuovere la creazione e, almeno inizialmente, lo sviluppo di un mercato azionario.

Come noto, nei paesi ove si assiste ad una elevata dipendenza delle imprese dai capitali (e da altri fattori produttivi) esteri, uno dei principali problemi che si pongono è, appunto,

⁷ Sulla funzione del mercato azionario nei processi di indigenizzazione e di privatizzazione dell'attività economica nonché sui reciproci riflessi si considerano, oltre al caso della Costa d'Avorio da noi esaminato (cfr. *infra*, cap. 1 parte II) i seguenti studi aventi ad oggetto le esperienze del Kenya e della Nigeria: E.A. AROWOLO [1971], *op. cit.*, pagg. 447 e seg.; H.L. ENGBERG [1976], *op. cit.*, pagg. 13 e 21-22; D. GUSTAFSON [1965], *op. cit.*, pagg. 147-149; HON P. MBOYA, *The Role of Private Sector in kenyan National Development*, in P.A. THOMAS (ed.), *Private Enterprise and the East African Company*, *op. cit.*, pagg. 202-203 e G.O. NWANKWO, *Basic Economics, an Introduction for West African Students*, Cambridge University Press, Cambridge, 1977, pag. 251 e, *Public Participation in the Nigerian Financial Sector*, in « Saving and Development », Finafrica Quarterly Review, n. 3, 1979, pagg. 190-191.

quello di affrancare progressivamente il settore produttivo dal controllo dell'estero, senza arrecare pesanti pregiudizi allo sviluppo economico. Si tratta, ad evidenza, di un problema assai complesso e di non facile soluzione. Esso richiede interventi in varie direzioni, il cui esame esula dalle finalità del presente lavoro. Qui si vuole osservare che una delle modalità per promuovere l'indigenizzazione del sistema economico consiste, da un lato, nell'indurre le imprese a prevalente capitale estero a retrocedere, a prezzi equi, azioni agli operatori locali e ad effettuare emissioni loro riservate e, dall'altro lato, nel favorire l'afflusso del risparmio privato interno agli investimenti azionari. Questa linea di azione, evitando l'uso di provvedimenti particolarmente coercitivi, può comportare una serie di indubbi vantaggi, quali: la continuità dello sviluppo, non pregiudicata da drastici e prematuri disinvestimenti esteri; un maggiore e crescente controllo sulle relative intraprese; la redistribuzione e il trattenimento all'interno di una più elevata quota di profitti in precedenza esportati, e di altri ancora.

Naturalmente, un tal processo coinvolge esclusivamente il fattore capitale e richiede, quindi, ulteriori misure volte ad agire sugli altri fenomeni che determinano dipendenza dall'estero. Esso, inoltre, presuppone la formazione di un discreto volume di risparmio privato e l'inclinazione delle unità in avanzo ad immettere in portafoglio titoli primari.

Ma a prescindere dai limiti e dai problemi che si possono porre e sui quali non è il caso di soffermarsi, è interessante evidenziare un aspetto positivo connesso, ai processi di indigenizzazione e a quelli di privatizzazione dell'attività economica attuati nel modo anzidetto. Esso riguarda la possibilità di superare un importante ostacolo che sovente condiziona lo sviluppo del mercato azionario: la scarsa disponibilità delle imprese ad allargare la compagine sociale e ad offrire titoli al pubblico. La retrocessione delle partecipazioni possedute dai pubblici poteri e l'indigenizzazione delle imprese a capitale estero consente infatti di far affluire al mercato, dosando le quantità e i tempi,

un volume di azioni maggiormente rispondente alle capacità di assorbimento delle unità in surplus.

Questo aspetto positivo non va tuttavia sopravvalutato, perché i margini di manovra sono direttamente condizionati dalla quantità di titoli che il settore pubblico è in grado di retrocedere a quello privato, nonché dalla numerosità e dalle dimensioni delle imprese che possono essere positivamente coinvolte in un processo di indigenizzazione. Si aggiunga, poi, che una volta esauriti i rispettivi processi l'ulteriore sviluppo dell'offerta di titoli non può che far affidamento sull'espansione dimensionale delle unità produttive e sulla loro inclinazione ad assumere la veste di *publicly owned*. Del resto, le esperienze maturate in alcuni paesi⁸ tendono ad avvalorare la tesi che lo sviluppo del mercato mobiliare dipenda in ampia misura da un insieme di altri fattori, via via richiamati nelle parti precedenti, e che gli effetti dei processi in esame siano in genere alquanto circoscritti.

2.5. *I riflessi sulla condotta della politica monetaria.*

Per completare il quadro delle funzioni che un mercato mobiliare può svolgere in paesi in via di sviluppo, non resta che accennare ai riflessi spiegati sulla condotta della politica monetaria. È questo un argomento abbastanza complesso e non può essere compiutamente trattato prescindendo dalla conoscenza e dall'analisi dettagliata di una serie di fattori connessi: alle ca-

⁸ Per quanto riguarda le esperienze maturate in Kenya si consideri: H.L. ENGBERG [1976], *op. cit.*, pagg. 21-22. In merito alle esperienze della Nigeria, che ha promosso l'indigenizzazione del sistema economico in forza di due decreti, il primo del 1972 il quale obbligava le imprese a capitale estero ad elevare la partecipazione degli indigeni al 40 % e il secondo del 1977 che elevava tale partecipazione al 60 % (cfr. «Quarterly Economic Review of Nigeria», 2nd Quarter 1977, The Economist Intelligence Unit Ltd., pagg. 6-9 e 3rd Quarter 1977, pag. 9), si veda, oltre ai lavori citati nella nota precedente, il rapporto del titolo *Nigeria*, apparso sul «Financial Times» del 29 e del 30 agosto 1978.

ratteristiche strutturali e funzionali del sistema economico-finanziario, alle capacità operative degli organi di politica monetaria, ed altri ancora.

Ci si limiterà pertanto ad osservare che, se per un verso l'esistenza di un mercato mobiliare organizzato, in particolare di un mercato obbligazionario, può consentire un ampliamento della gamma degli strumenti a disposizione dei *policy makers* ed una maggior articolazione delle modalità d'intervento, per un altro verso essa può creare pesanti condizionamenti e difficoltà alla condotta della politica monetaria, dovuti ad eventuali necessità di agire in direzione di un sostegno della quotazioni⁹ o comunque di perseguire finalità che potrebbero risultare contrastanti con altri obiettivi. Su quest'ultimo aspetto e sugli effetti che ne possono discendere occorre riflettere molto attentamente soprattutto in relazione alle capacità ed alle possibilità operative in senso lato della banca centrale, nonché al grado di sviluppo e di stabilità del sistema finanziario.

In base alle considerazioni fin qui avanzate, si è indotti a ritenere che l'attivazione di un mercato mobiliare — anche se a prevalente partecipazione di intermediari finanziari quali emittenti — può arrecare un contributo assai limitato, e per certi versi nullo, allo sviluppo e alla soluzione dei problemi finanziari delle economie arretrate.

Tuttavia, data la genericità dell'analisi svolta e la varietà di situazioni che caratterizza l'ampio mondo del sottosviluppo non è da escludere che in alcuni contesti si possano conseguire discreti risultati. Si tratterebbe però, a nostro avviso, di casi sporadici e circoscritti. Sulla scorta delle limitazioni evidenziate sia

⁹ Decisamente critica, circa i riflessi dell'esistenza di un mercato mobiliare sia sulla condotta della politica monetaria che sulla concentrazione del potere economico, è l'opinione di E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pag. 145: « The concentration of economic power must increase because only the securities of firms with reliable access to wealth and favor can command savers' attentions. Intervention by the central bank to stabilize the equity or debenture market would be one more source of endogeneity in the supply of nominal money ».

dal lato dell'offerta, sia dal lato della domanda di fondi, sembra infatti di poter sostenere che, in linea di massima, il mercato mobiliare può proficuamente affermarsi in presenza di un avviato processo di industrializzazione e di un sistema finanziario alquanto sviluppato e consolidato.

Naturalmente, non sono questi i soli fattori influenti. Altre circostanze rivestono un'importanza fondamentale e, onde approfondire l'analisi svolta, è opportuno tentare di individuare i pre-requisiti necessari per la creazione di un mercato mobiliare.

3. I PRE-REQUISITI NECESSARI PER LA CREAZIONE DI UN MERCATO MOBILIARE

Due precisazioni s'impongono prima di procedere alla disamina delle condizioni necessarie affinché un paese in via di sviluppo possa arricchire la propria struttura finanziaria con l'attivazione di un mercato mobiliare.

La prima attiene l'impossibilità di indicare con esattezza le suddette condizioni e la relativa intensità. E ciò sia perché, come ovvio, non esistono al riguardo precise regole aventi validità generale, sia perché è da ritenere che esse risultino alquanto variabili da un contesto all'altro. Oltretutto, dal momento in cui quel che più conta, in ultima analisi, è l'influenza complessivamente esercitata, una corretta valutazione circa l'importanza delle singole condizioni e della relativa intensità può essere effettuata solo con riferimento al loro insieme e alle diverse modalità con cui esse vengono a combinarsi nelle specifiche realtà osservate.

La seconda precisazione consiste nell'evidenziare che il positivo riscontro dell'esistenza dei pre-requisiti in esame non implica che il mercato mobiliare abbia comunque ad affermarsi e a dispiegare effetti positivi, ma semplicemente che esso può essere attivato. Il suo sviluppo e il perseguimento degli obiettivi desiderati risultano infatti condizionati da una molteplicità di altri fattori, alcuni già indirettamente segnalati nel precedente paragrafo.

Sulla scorta di quanto premesso, le circostanze appresso richiamate vanno quindi considerate quali indicazioni di larga massima circa i pre-requisiti necessari onde procedere alla creazione di un mercato mobiliare.

3.1. *L'adeguatezza delle caratteristiche quali-quantitative delle imprese.*

Nonostante la rilevata genericità si può senza dubbio affermare che una condizione assolutamente indispensabile ai fini in questione è costituita dall'esistenza di un discreto numero di imprese in grado di effettuare emissioni al pubblico e di alimentare con continuità l'offerta di titoli. Il che, a sua volta, implica un certo sviluppo del settore produttivo e delle dimensioni aziendali. Quest'ultima condizione appare affatto normale se si pone mente ai requisiti qualitativi che a prescindere dai limiti imposti dalla normativa, gli emittenti debbono presentare per poter accedere al mercato e collocare titoli tra i risparmiatori.

Per il vero, si potrebbe obiettare che le circostanze testé richiamate non sono assolutamente indispensabili in quanto le emissioni potrebbero essere concentrate nell'ambito di talune categorie di intermediari finanziari, i quali provvederebbero contestualmente a sopperire, anche mediante acquisizione di titoli, al fabbisogno finanziario delle imprese. Si tratta, tuttavia, a nostro avviso di un'ipotesi limite e che può trovare attuazione per un periodo limitato, poiché, in primo luogo, per gli intermediari finanziari si porrebbe prima o poi un problema di *turnover* del portafoglio impieghi e, quindi, la necessità di retrocedere al pubblico le azioni in loro possesso. In secondo luogo, qualora essi dovessero limitarsi a finanziare a titolo di debito il fabbisogno di capitali a lunga scadenza delle imprese, è ragionevole presumere che la raccolta di fondi possa essere effettuata mediante altri strumenti finanziari che ben si prestano a soddisfare le loro necessità di provvista, e non necessariamente mediante l'emissione di valori mobiliari. In tal caso, inoltre, rimarrebbe addossato alle imprese il problema del reperimento del capitale di rischio. In terzo luogo, essendo la categoria degli intermediari in parola molto ristretta nei paesi sottosviluppati, si assisterebbe ad una diversificazione degli emittenti eccessivamente ridotta se non nulla.

Pertanto, è lecito considerare, anche in virtù di altri motivi che è superfluo richiamare, una tal soluzione come estremamente temporanea.

Essa, forse, potrebbe risultare interessante negli stadi iniziali dell'attivazione di un mercato mobiliare e, in particolare, qualora quest'ultima dovesse aver luogo mediante un processo di *supply-lending*, vale a dire quale frutto d'iniziativa volte a dotare il sistema economico-finanziario di nuove istituzioni e di nuovi strumenti finanziari, in anticipo rispetto alle richieste manifestate dagli operatori economici¹. Tuttavia, superata la fase di avvio, il mercato deve poter contare su una più ampia cerchia di emittenti e su un afflusso di titoli sufficientemente elevato e continuo.

Analoghe considerazioni vanno effettuate per i processi di indigenizzazione e di privatizzazione dell'attività produttiva. Essi possono costituire un valido sistema per attivare ed avviare un mercato azionario (anche nell'ambito di fenomeni di *supply-lending*); ma, essendo pur sempre i loro effetti limitati alle imprese e al volume di titoli coinvolti, il successivo sviluppo e le sorti di quest'ultimo non possono che dipendere dall'esistenza delle condizioni testé indicate.

3.2. *Il livello e la ripartizione del risparmio interno e la preparazione dei soggetti preposti alle scelte d'investimento.*

Un secondo gruppo di pre-requisiti, anch'essi essenziali, riguarda la formazione di un discreto volume di risparmio all'interno e, segnatamente, presso il settore famiglie. Più in partico-

¹ È questo un concetto mutuato da H.T. PATRICK [1967], *op. cit.*, pagg. 174-176, il quale contrappone i fenomeni « *supply-lending* », (intesi nel senso riportato nel testo e quali fenomeni innovativi volti a far assumere alla struttura finanziaria un ruolo attivo nei processi di sviluppo economico) ai fenomeni « *demand-following* », caratterizzati dal fatto che la creazione di nuove istituzioni e di nuovi strumenti finanziari avviene in risposta a specifiche richieste effettuate dagli operatori economici.

lare, i flussi di risparmio dovrebbero risultare non discontinui, come tipicamente accade in molte economie arretrate, e sufficientemente ripartiti tra le unità in surplus. Aspetti questi strettamente connessi, se non addirittura dipendenti dal livello e dalla distribuzione del reddito e della ricchezza², e da altri fenomeni reali, i quali rientrano di conseguenza nell'ambito dei pre-requisiti in esame.

Si badi che la concentrazione del risparmio nelle classi medio elevate può non costituire, di per sé, un handicap alla promozione e allo sviluppo della domanda di titoli. Anzi, sotto un profilo quantitativo, qualora tali classi fossero sufficientemente ampie, essa potrebbe addirittura favorire il perseguimento di risultati migliori, rispetto ad un ipotetico caso estremo di una formazione molto frazionata e spostata verso le classi medio basse che, in genere, sono dotate di una minore preparazione economica, sono avverse al rischio, e sono caratterizzate da una più elevata preferenza per la liquidità.

Tuttavia, un'eccessiva concentrazione del risparmio in un ridotto numero di individui porrebbe seri limiti allo sviluppo del mercato mobiliare. Inoltre, l'eventuale esistenza di quest'ultimo, come già osservato, comporterebbe con ogni probabilità un aumento della concentrazione del potere economico ed effetti distortivi sulla distribuzione della ricchezza.

Subordinatamente alla disponibilità di un adeguato volume di risparmio³, un'altra condizione necessaria dal lato della do-

² Sulle relazioni intercorrenti tra la distribuzione del reddito e la formazione del risparmio, nonché sui limiti che vengono a porsi all'espansione di un mercato dei capitali, si vedano le considerazioni avanzate con riferimento ai paesi dell'America Latina, da: H.B. DA FONSECA [1971], *op. cit.*, pagg. 64-67. Sempre in merito alla formazione del risparmio e agli aspetti richiamati nel testo si veda: U.N.I.D.O., *Domestic and External Financing* [1967], *op. cit.*, pagg. 3-9 e 31-32.

³ L'importanza di questo requisito è evidenziata, pur con una diversa angolatura, da GRAEME S. DORRANCE, *The Instruments of Monetary Policy in Countries without Highly Developed Capital Markets*, in « I.M.F. - Staff Papers », vol. XII, 1965, pagg. 274-275.

manda di titoli è ravvisabile in una discreta preparazione economica dei soggetti preposti alle scelte d'investimento e nella loro inclinazione verso impieghi finanziari che non premino esclusivamente l'aspetto liquidità. Un'importanza fondamentale rivestono, altresì, il grado di monetizzazione dell'economia⁴ nonché lo sviluppo e la diffusione territoriale degli intermediari finanziari, i quali possono svolgere sotto vari profili un ruolo essenziale nel promuovere la diffusione dei valori mobiliari.

Senza dimenticare né sottovalutare il peculiare contributo di talune categorie di aziende di credito quali le banche d'investimento, le banche di sviluppo e altri istituti⁵, sembra plausibile sostenere che in proposito determinante è l'atteggiamento assunto dalle banche commerciali. In qualsiasi contesto e a prescindere dalle differenze strutturali e funzionali del sistema bancario, tali organismi, grazie alla capillare penetrazione territoriale e alla fitta rete di relazioni intrattenute con la generalità degli operatori, sono infatti in grado di fornire un prezioso supporto all'attività del mercato mobiliare primario e secondario. La loro collaborazione appare quindi essenziale, specie se si pone mente al fatto che i sistemi finanziari dei paesi sottosviluppati sono particolarmente carenti di istituzioni specializzate nel collocamento e nella negoziazione di valori mobiliari le quali, peraltro, non potrebbero fondare la loro attività esclusivamente su tali operazioni a motivo della scarsa remunerazione ritraibile in presenza di un ridotto volume d'affari.

⁴ Gli effetti positivi spiegati dall'esistenza di un discreto grado di monetizzazione dell'economia sul mercato mobiliare primario del Kenya sono stati opportunamente sottolineati da H.L. ENGBERG [1976], *op. cit.*, pag. 24. Per quanto concerne i possibili riflessi sulla selezione di portafoglio dei vari settori economici si considerino: ANAND G. CHANDAVARKAR, *Monetization of Developing Economies*, in « I.M.F. - Staff Papers », November 1977, pagg. 706-708 e A.R. NOBAY, *Manipulating Demand for Money: Discussion* in M. PARKIN - A.R. NOBAY (ed.), *Essays in Modern Economics: the Proceedings of the Association of University Teachers of Economics*, London, 1973, pag. 338.

⁵ Cfr. H.B. DA FONSECA [1971], *op. cit.*, pagg. 96-97; DAVID GILL, *Role of Investment Banking in Developing Countries*, in « Savings and Development, Finafrica Quarterly Review », n. 3, 1980.

3.3. *Il livello e la struttura dei saggi di rendimento degli impieghi finanziari.*

Accanto alle circostanze testé richiamate, una condizione assolutamente indispensabile e di influenza determinante nei confronti della domanda di titoli riguarda il livello e la struttura dei saggi di rendimento degli impieghi finanziari. Questi ultimi debbono risultare adeguatamente differenziati in funzione del rischio e del grado di liquidità delle diverse categorie di attività finanziarie e la loro formazione deve avvenire in base al libero operare delle forze di mercato. Si deve cioè evitare di mantenere i rendimenti dei valori mobiliari al disotto del loro livello di equilibrio e, comunque, non sufficientemente differenziati rispetto alla remunerazione offerta dalle altre attività finanziarie, come sovente accade per i titoli emessi dal settore pubblico e/o da alcuni intermediari finanziari.

Del pari, si deve desistere dal creare artificiosamente un differenziale a favore dei titoli, comprimendo i tassi d'interesse relativi agli altri *assets* finanziari. Nell'uno e nell'altro caso, rispettivamente, si rischierebbe di disincentivare gli investimenti in titoli e la formazione del risparmio finanziario.

Questi aspetti vanno particolarmente enfatizzati in quanto molti paesi in via di sviluppo hanno per lunghi periodi perseguito politiche contrarie alla liberalizzazione dei saggi d'interesse con strategie del tipo testé accennato⁶, a tutt'oggi alquanto diffuse.

3.4. *Altri fattori politico-sociali e giuridici.*

Un ultimo gruppo di pre-requisiti — che lo stesso Goldsmith ha definito quali obiettivi di primaria importanza cui è su-

⁶ Cfr. U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 283-284. Su questo problema si veda anche: NICOLAS KRUL, *Quelques Aspects de la Collecte de l'Épargne dans les Pays en Vie de Développement*, in « Saggi in onore di Giordano Dell'Amore », vol. I, Giuffrè, Milano, 1969, pagg. 155-160.

bordinata ogni possibilità di promuovere lo sviluppo economico mediante la mobilitazione finanziaria delle risorse interne⁷ e soprattutto mediante l'attivazione di un mercato mobiliare — concerne i seguenti fattori:

1) elevata stabilità politica ed economica nel lungo termine;

2) ragionevole stabilità del potere d'acquisto della moneta anche in prospettiva futura;

3) esistenza di una adeguata infrastruttura giuridico-legale disciplinante in modo certo i diversi aspetti dell'attività delle imprese societarie, la proprietà e la circolazione dei valori mobiliari, nonché i rapporti tra gli emittenti e i sottoscrittori;

4) equità e certezza del regime fiscale.

La rilevanza di ciascuna condizione è del tutto evidente e non richiede alcun commento. Del resto per maggiori dettagli è disponibile una discreta bibliografia cui si può far riferimento⁸.

Soltanto uno di tali fattori — la stabilità monetaria — richiede una breve considerazione dettata dalla necessità di precisare le opinioni che al riguardo si nutrono. Sovente si sostiene che anche in presenza di spirali inflazionistiche destinate a protrarsi, è possibile attivare con discreti risultati un mercato mobiliare, grazie all'introduzione di pratiche di indicizzazione. E in proposito si adducono esempi di paesi che di fatto costituiscono rare eccezioni senza peraltro considerare gli effetti collaterali e globali di tali pratiche.

A nostro avviso il requisito della stabilità monetaria costituisce una condizione insostituibile, in particolar modo nelle fasi di avvio di un comparto mobiliare sia esso azionario che obbligazionario. L'indicizzazione oltre al rischio di generale pe-

⁷ Cfr. R.W. GOLDSMITH [1971], *op. cit.*, pag. 36.

⁸ Si vedano tra gli altri: H.B. DA FONSECA [1971], *op. cit.*, pagg. 70-74; R.W. GOLDSMITH [1971], *op. cit.*, pagg. 18-21; D. GUSTAFSON [1968], *op. cit.*, pagg. 30-32; P. PERERA [1969], *op. cit.*, pag. 79 e parti varie; C. SEGRE [1971], *op. cit.*, pag. 46 e segg.

santi effetti distorsivi, reprimerebbe le emissioni delle imprese e, con ogni probabilità, non risulterebbe determinante neppure nei riguardi della domanda di titoli. È, infatti, ragionevole presumere che per vari motivi, tra i quali emergono la sfiducia e la carente preparazione economico-finanziaria degli individui, nonché per una serie di remore di carattere psicologico, i risparmiatori siano più inclini a premiare la liquidità piuttosto che ad investire in attività finanziarie di lunga durata, quand'anche indicizzate. In ogni caso, qualora si optasse per un'indicizzazione pienamente valida per gli investitori, il costo per gli emittenti privati risulterebbe proibitivo e, di conseguenza, si penalizzerebbe il mercato dal lato dell'offerta di titoli⁹.

Pur limitate all'essenziale, le riflessioni avanzate circa i principali pre-requisiti necessari per istituire un mercato mobiliare portano a riaffermare la convinzione che tale settore troverebbe spazio adeguato soltanto in presenza di un avviato sviluppo del sistema economico e della struttura finanziaria. Al tempo stesso esse lasciano desumere quanto esiguo sia il numero dei paesi appartenenti al « terzo mondo » contrassegnati dalla presenza delle condizioni suesposte.

⁹ Sull'argomento si veda R. RUOZI, *Inflazione, risparmio e aziende di credito*, Giuffrè, Milano, 1976, pp. 105-127 e 413-533.

4. LE MISURE VOLTE A FAVORIRE LO SVILUPPO DEL MERCATO MOBILIARE

Stante l'esistenza dei pre-requisiti dianzi considerati, l'attivazione di un mercato mobiliare — sia che abbia luogo nell'ambito di fenomeni *demand-following*, vale a dire per spontanea iniziativa degli operatori economici ad esso interessati (emittenti, sottoscrittori o intermediari specializzati nelle negoziazioni di titoli), sia che abbia luogo come fenomeno *supply-lending* (in particolare per iniziativa delle autorità centrali e/o di taluni intermediari creditizi) — andrebbe opportunamente accompagnata da una serie di misure e di politiche volte a favorirne l'affermazione e lo sviluppo.

Dette misure hanno costituito oggetto di attenzione da parte della quasi generalità di coloro che a qualsiasi titolo si sono occupati, anche marginalmente, dell'argomento in esame, inclusi gli stessi sostenitori di posizioni critiche circa le funzioni dei mercati mobiliari nelle economie sottosviluppate. Se non fosse per il fatto che sovente le proposte al riguardo avanzate appaiono più frutto di fantasia e di « buon senso » che di ponderate riflessioni, in questa sede ci si limiterebbe ad effettuare un semplice rinvio ai vari lavori esistenti.

Siffatta constatazione impone, invece, di procedere ad una sintetica disamina delle misure a nostro avviso più valide ed opportune ai fini in questione; senza con ciò entrare in approfonditi dettagli per i quali si forniranno di volta in volta i necessari riferimenti bibliografici.

Tali misure, sulla cui scelta appaiono determinanti molteplici fattori ambientali, possono essere idealmente raggruppate in tre categorie, a seconda che siano dirette ad influire: a) sul-

l'offerta di titoli; *b*) sulle sottoscrizioni; *c*) sulla struttura, sulla organizzazione e sul funzionamento del mercato primario e secondario.

4.1. *Le misure dirette ad influire sull'offerta di titoli.*

Per quanto attiene al gruppo di politiche in parola, l'obiettivo principale è quello di stimolare l'emissione di un volume di titoli adeguatamente ampio, diversificato e dinamicamente compatibile con le possibilità di assorbimento del mercato.

Ammesso che non sussistano in proposito particolari difficoltà per le emissioni di titoli pubblici e per quelle provenienti dagli intermediari finanziari, il problema deriva essenzialmente dalla già evidenziata ritrosità delle imprese private a servirsi di questo canale di finanziamento¹.

Al riguardo è possibile intervenire mediante: *a*) misure di carattere coercitivo; *b*) penalizzazioni e/o incentivi fiscali; *c*) sollecitazioni di altro tipo.

Le politiche di cui al punto *b*) tendono a risolversi con l'imporre a talune imprese, in modo più o meno drastico, di emettere o di far circolare i propri titoli tra il pubblico. In questo ambito, un provvedimento piuttosto semplice consiste nell'introduzione automatica, oppure d'ufficio, alle quotazioni di borsa di società che raggiungono determinate soglie dimensionali e/o che presentano alcune altre caratteristiche. Ad esso in genere si associa, quasi necessariamente, l'obbligo di offrire in pubblica sottoscrizione un certo numero di azioni nuove o già esistenti, in guisa di assicurare l'effettiva circolazione e il frazionamento di un'aliquota consistente di titoli.

¹ Naturalmente, sia la categoria degli intermediari finanziari che quella delle imprese private devono aver raggiunto un livello di sviluppo, anche dimensionale, compatibile con le potenziali prerogative che l'accesso al mercato mobiliare richiede. Aspetti questi, che sono stati indicati come pre-requisiti necessari alla creazione di un mercato mobiliare e che non consideriamo quindi quale oggetto delle misure esaminate in questo capitolo.

Rispetto alle altre misure coercitive ancora da esaminare, questa sembra in linea teorica la più accettabile, in quanto comporta minori costi e minori rischi. Sebbene, infatti, essa si traduca pur sempre in una limitazione alle libertà di scelta delle imprese, se attuata in modo tale da non pregiudicare le posizioni di controllo in fieri e da non arrecare svantaggi economici alla preesistente compagine sociale² o pesanti gravami alla gestione, non dovrebbe suscitare particolari problemi. Non va però sottovalutata l'eventuale influenza negativa che tali provvedimenti potrebbero dispiegare sulla crescita delle imprese le quali, qualora dovessero ravvisare in essi una fonte di condizionamenti non accettabili o comunque un fattore di disturbo da evitare, potrebbero essere indotte addirittura a contenere l'espansione della loro attività. Ne deriverebbe, di conseguenza, una compressione dello sviluppo dimensionale delle unità produttive, a livelli inferiori a quelli potenziali.

L'opportunità di ricorrere alle misure in parola va pertanto valutata con molta attenzione e, in ogni caso, esse dovrebbero essere attuate in modo assai elastico e tale da non costituire un fattore repressivo. In altri termini, nell'ipotesi di un ricorso allo strumento testé considerato, sarebbe preferibile un uso non generalizzato ma piuttosto limitato a società che si dichiarino disponibili ad accettarlo: dunque, nella forma dell'ammissione d'ufficio alle quotazioni, vincolata all'assenso dell'ente interessato³.

Un'altra via coercitiva per ampliare le emissioni delle società è ravvisabile nell'imposizione di limiti al ricorso al credito bancario o di altri intermediari finanziari. Limiti che potrebbero commisurarsi al rispetto di determinati livelli di capitaliz-

² Ciò può essere garantito dalla fissazione di un prezzo equo di offerta e di retrocessione al pubblico di azioni all'atto della loro introduzione alla quotazione e successivamente.

³ U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, p. 289, nell'analizzare queste specifiche misure osservano che « This apparently runs so contrary to concepts of the rights of private ownership in market-oriented economies — concepts that the capital market presumably embodies — that to our knowledge no country has used its regulatory powers in this manner ».

zazione (rapporto tra capitale proprio e indebitamento) dell'impresa affidata⁴, oppure, all'estremo, di determinati massimali al complesso dei prestiti indiretti che essa può ottenere.

Mentre nel primo caso, e lo stesso vale per la quotazione « obbligata », si tende ad esercitare effetti sull'offerta di titoli azionari, nel secondo caso si cerca, altresì, di stimolare il ricorso all'indebitamento obbligazionario.

Misure del genere, contrarie al principio della liberalizzazione finanziaria, sono tuttavia da escludere in modo assoluto. In primo luogo, il perseguimento degli obiettivi desiderati è tutt'altro che certo; anzi esse potrebbero agire addirittura in direzione opposta alimentando negoziazioni creditizie nei mercati non ufficiali. In secondo luogo, oltre ad essere difficilmente amministrabili, esse si ripercuoterebbero con effetti disastrosi sulla gestione finanziaria, ed anche economica, delle imprese interessate infliggendo un duro colpo alla loro attività.

Forti dubbi insorgono pure in merito ad un terzo tipo di provvedimenti coercitivi: obbligare le società estere operanti nel paese ad accettare la partecipazione degli operatori locali al proprio capitale mediante emissioni (retrocessioni) di titoli loro riservate, oppure indirettamente, vale a dire limitando le possibilità di ricorrere a finanziamenti dall'estero. Azioni del genere, innanzi tutto, possono costituire un disincentivo agli investimenti di capitali esteri e portare ad un progressivo ritiro degli stessi.

Secondariamente possono comportare una riduzione del volume totale delle risorse investibili a disposizione dell'economia, non solo qualora si penalizzi la raccolta di capitali all'estero da parte delle imprese in questione⁵, ma anche allorché esse attingendo ai capitali locali mediante emissione di titoli, rinuncino di pari ai finanziamenti esteri.

⁴ Questa ipotesi è considerata da J.P. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 84, ed è giudicata come non proponibile.

⁵ In tal senso si veda J.P. DRAKE [1977], *op. cit.*, pag. 85.

Tali manovre vanno quindi considerate eccezionali ed ammissibili soltanto se rientranti in un deliberato e ponderato processo di indigenizzazione dell'attività economica. Altrimenti, sarebbe più opportuno sollecitare le società estere a diffondere — su base volontaristica — i titoli all'interno, o provvedervi direttamente tramite organismi pubblici o semipubblici, qualora trattasi d'imprese sorte con schemi di *joint-ventures* tra operatori esteri e governi o istituzioni locali⁶.

Passando ad esaminare le misure di carattere fiscale dirette ad accrescere le emissioni delle imprese private, si osserva che esse, in linea di massima, sono tese a ridurre il costo dei finanziamenti operati da talune società nel mercato mobiliare, oppure a penalizzare quelle imprese che, pur essendone in condizioni, non ricorrono al mercato suddetto. Gli incentivi fiscali in parola possono assumere varie configurazioni e possono riguardare sia la raccolta azionaria che quella obbligazionaria. Tra essi basterà ricordare.

1) l'applicazione di aliquote d'imposta sul reddito delle società, discriminate in funzione dello *status* di impresa quotata in borsa oppure in funzione del grado di frazionamento della compagine sociale o del grado di diffusione dei relativi titoli tra il pubblico;

2) la deducibilità (totale o in percentuali più elevate) dal reddito imponibile dei dividendi corrisposti sulle azioni e dei costi connessi all'indebitamento obbligatorio, anche in misura discriminante rispetto all'indebitamento indiretto;

3) la differenziazione delle aliquote d'imposta applicate ai profitti distribuiti e a quelli non distribuiti.

Naturalmente le penalizzazioni fiscali trovano attuazione, in forme simili alle precedenti, ma in direzione diametralmente

⁶ Cfr., E.A. AROWOLO [1971], *op. cit.*, pagg. 463-464 e C. SEGRE [1971], *op. cit.*, pagg. 57-58 il quale tratta in particolare del ruolo che possono svolgere le *Official Aid Agencies*.

opposta; cioè, mediante un inasprimento del trattamento fiscale riservato alle società che s'intende sollecitare ad alimentare l'offerta di titoli, rispetto al trattamento previsto per la generalità delle imprese societarie.

Senza entrare in maggiori dettagli circa le modalità e le forme tecniche dei provvedimenti in esame⁷, si deve innanzi tutto osservare che dovendo scegliere fra il ricorso all'applicazione di penalizzazioni, ovvero di incentivi, questi ultimi sono da preferire. Le penalizzazioni al contrario dovrebbero essere evitate in quanto, tendendo a discriminare in negativo, si risolvono in trattamenti iniqui e possono comportare gravi ripercussioni sulla gestione delle imprese destinatarie, senza sortire gli effetti desiderati.

Ciò vale, altresì, per l'applicazione di aliquote d'imposta che di fatto penalizzano l'autofinanziamento a favore di un maggior *pay-out*. Al riguardo è sufficiente evidenziare che, volendo espandere il numero dei titoli in circolazione, non è necessario inasprire la tassazione sugli utili non distribuiti⁸, potendosi in alternativa agevolare gli aumenti gratuiti di capitale per incorporazione di riserve. In tal modo si eviterebbe di porre ostacoli all'autofinanziamento, fattore essenziale e strategico dello sviluppo aziendale, e si verrebbero ad ottenere risultati molto simili e forse con minore aleatorietà, poiché le relative decisioni sono rimesse alla volontà di ciascuna impresa e non a quella di una moltitudine di potenziali sottoscrittori.

In secondo luogo, preme rilevare che anche la concessione di incentivi suscita forti perplessità dovute sia alle difficoltà di espletare eventuali controlli circa l'esistenza di talune particolari condizioni richieste ai destinatari, quale ad esempio il grado di diffusione dei titoli tra il pubblico o di frazionamento della compagine sociale, sia ai costi che essi comportano per la collettività,

⁷ Per maggiori dettagli si vedano tra gli altri: C. SEGRE [1971], *op. cit.*, pagg. 47-48; U TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 289-290.

⁸ La misura in esame è richiamata da C. SEGRE [1971], *op. cit.*, pagg. 47-48.

in relazione ai benefici ottenibili. Non vanno poi dimenticati i possibili riflessi negativi sulla distribuzione del reddito e della ricchezza, dovuti al fatto che si verrebbero a privilegiare determinate categorie di imprese — quelle di maggiori dimensioni — che, con ogni probabilità, si trovano già in posizione di vantaggio sotto vari altri profili. Né va sottovalutato il rischio di generare distorsioni sui meccanismi di allocazione del risparmio e sul mercato dei capitali, proprio in contesti ove, in genere, si dovrebbe agire nel senso di ridurre il grado di segmentazione di quest'ultimo.

Avendo presenti le sintetiche considerazioni testé avanzate si è indotti ad escludere l'uso dello strumento fiscale al fine di stimolare le emissioni di valori mobiliari. In ogni caso, qualora in relazione alle singole realtà osservate si dovesse giudicare opportuno il ricorso ad esso, la concessione di incentivi fiscali andrebbe effettuata assicurandone la massima trasparenza ed evitando di generare effetti distorsivi. Inoltre i costi e i benefici ritraibili andrebbero valutati con molta attenzione, facendo riferimento, non al comparto mobiliare quale fenomeno a se stante, come sovente accade, bensì al mercato del credito nella sua inscindibile unitarietà⁹.

In sintesi, onde stimolare un ampliamento delle emissioni delle imprese private, si deve agire con strumenti diversi dalla maggior parte di quelli dianzi esposti e, in particolare, con strumenti che non comportino rischi di suscitare effetti negativi di portata superiore ai risultati ottenibili, o comunque difficilmente prevedibili e misurabili. La scelta tende quindi a ricadere, da un lato, su misure di sollecitazione fondate su un'opera di convincimento delle imprese ad offrire volontariamente titoli al pubblico e, dall'altro lato, su azioni volte a facilitare e rendere meno oneroso il ricorso al mercato mobiliare. Queste ultime dovreb-

⁹ La necessaria unitarietà nella quale va esaminato il mercato del credito e l'arbitrarietà insita in qualsiasi distinzione che si pretende di effettuare al suo interno è stata attentamente evidenziata, tra gli altri da GIORDANO DELL'AMORE, *I mercati monetari*, ed. Giuffrè, Milano, 1969, pag. 23.

bero concretizzarsi in attività di assistenza nelle varie fasi di preparazione e di effettuazione delle emissioni e nella predisposizione di infrastrutture, soprattutto istituzionali, idonee a rendere agevole l'accesso al mercato, ad assicurarne la necessaria continuità e a contenerne i relativi costi e quelli connessi alla quotazione. Si tratta, nel secondo caso, di misure riguardanti soprattutto la struttura e l'organizzazione del mercato primario e secondario, che agli inizi del paragrafo erano state idealmente raggruppate in una categoria a sé stante. Esse richiedono solo un breve commento, essendo peraltro la loro scelta strettamente legata ad una serie di fattori, che tendono a variare da un contesto all'altro¹⁰.

Si pensi, ad esempio, alle caratteristiche strutturali e funzionali del sistema finanziario, alla tipologia degli intermediari in esso operanti, alle forme e alle modalità dell'intervento pubblico nell'economia ed altri ancora.

Ci si limiterà pertanto a ribadire la necessità di attivare organismi specializzati nel classamento e nella diffusione dei valori mobiliari o, in alternativa, di assicurarsi la collaborazione delle banche commerciali, la quale risulta comunque indispensabile anche a vari altri livelli. Importante risulta altresì la presenza e l'attività svolta da istituti esercenti il credito mobiliare e da eventuali finanziarie o enti di gestione delle partecipazioni pubbliche che, tra l'altro, possono avviare alla quotazione le imprese giovani o di minori dimensioni a seguirne le successive vicende con opportuni interventi sul mercato secondario.

A quest'ultimo inoltre va assicurata un'adeguata organizzazione formale includente gli organismi specializzati nella negoziazione di valori mobiliari. L'attivazione di una borsa valori risulta, di conseguenza, indispensabile e, se non sussistono le obiettive condizioni per l'affermarsi degli intermediari di borsa

¹⁰ Su questi aspetti si rinvia alle analisi e alle proposte effettuate, tra gli altri da: H.B. DA FONSECA [1971], *op. cit.*, pagg. 90-97; D. GUSTAFSON [1968], *op. cit.*, pagg. 32-46; L. LOXLEY [1969], *op. cit.*, pagg. 149-156; P. PERERA [1969], *op. cit.*, (parti varie) e C. SEGRE [1971], *op. cit.*, pagg. 57-59.

nelle loro diverse configurazioni, è opportuno ricorrere, di nuovo, alla collaborazione delle aziende di credito, disciplinando attentamente l'attività da esse svolta nelle vesti di agenti di cambio ¹¹.

Sempre in tema di « infrastrutture », un'ulteriore linea di intervento, volta in questo caso a dispiegare effetti sulla domanda di titoli, riguarda gli investitori istituzionali. Tra essi particolare importanza assume l'esistenza di organismi specializzati nella gestione collettiva di patrimoni investiti in valori mobiliari e costituiti con capitali raccolti su basi fiduciaria presso un'ampia cerchia di risparmiatori. Tali organismi costituiscono un valido sistema di canalizzazione del risparmio familiare agli impieghi in titoli ¹², di cui si possono proficuamente avvalere i paesi in esame, ove l'« avvicinamento » dei risparmiatori al mercato mobiliare costituisce un problema di vasta portata.

In verità, va evidenziato che il più delle volte il volume di attività espletabile difficilmente giustifica lo spontaneo sorgere di fondi comuni d'investimento o di istituzioni similari, a cagione delle ridotte dimensioni che caratterizzano i suddetti mercati, anche nelle fasi non immediatamente successive alla loro creazione. In circostanze del genere, le loro funzioni dovrebbero essere svolte da altri intermediari la cui attività risulta già istituzionalmente diversificata in vari settori incluso quello della intermediazione in titoli e della prestazione di servizi agli emittenti e ai sottoscrittori ¹³. In alternativa, e in assenza di iniziative private, potrebbe risultare opportuno che i pubblici poteri si

¹¹ Sugli aspetti positivi e negativi di una tal soluzione di ripiego si rinvia alle considerazioni svolte nelle parti dedicate ai singoli mercati mobiliari.

¹² Mancano al riguardo studi sulle esperienze dei paesi con strutture finanziarie non particolarmente sviluppate. Tuttavia, sembra opportuno segnalare per le interessanti informazioni contenute e per gli elementi di giudizio ritraibili sui vari aspetti dell'attività degli investitori istituzionali, il recente lavoro, incentrato sulle esperienze statunitensi di MARSHALL E. BLUME and IRWIN FRIEND, *The Changing Role of the Individual Investor*, John Wiley & Sons, New York, 1978.

¹³ In merito si veda D. GILL [1980], *op. cit.*

diano carico di promuovere, nelle forme ritenute migliori e previa valutazione dei relativi costi-opportunità, detti organismi, magari avvalendosi di istituzioni di propria emanazione già esistenti.

Va però di nuovo osservato che, in sistemi finanziari scarsamente diversificati sotto il profilo delle istituzioni in essi operanti, le banche commerciali, per i motivi ripetutamente esposti, presentano a livello potenziale le prerogative migliori per svolgere il servizio in questione sotto il profilo dei risultati ottenibili e della economicità. Naturalmente, inutile ribadirlo, esse debbono essere inclini a svolgere attivamente le funzioni cui si è fatto cenno e a sostenere lo sviluppo del mercato mobiliare. Altrimenti, sono sicuramente preferibili le soluzioni alternative via via prospettate¹⁴.

4.2. *Le misure dirette ad influire sulle sottoscrizioni.*

Restano da esaminare le misure dirette ad accrescere la domanda di titoli e diverse da quelle appena esaminate. Esse possono essere distinte in due grandi categorie a seconda che abbiano ad oggetto gli investitori istituzionali ovvero quelli individuali.

Circa le prime, ci si limita ad osservare che esse debbono sollecitare una domanda di fondi complementare a quella degli operatori individuali e non si debbono risolvere nell'attivazione di circuiti finanziari diretti e coatti, altrimenti perderebbe di significato ogni sforzo volto ad attivare un vero e proprio mercato. Inoltre, non si deve cadere nell'errore, riscontrabile nella quasi generalità dei casi, di creare una sostanziale rigidità alla gestione del portafoglio titoli di tali organismi mediante disposizioni che di fatto li rendono soltanto acquirenti e inibiscono loro la possibilità da partecipare in modo attivo alle negoziazioni di titoli in circolazione. Piuttosto, si dovrebbe agire nel senso di garantire che gli investitori istituzionali non svolgano semplicemente

¹⁴ In entrambi i casi valgano i rilievi fatti in proposito delle esperienze dei paesi da noi esaminati.

un ruolo di acquirenti residuali, ma una continua azione volta a contrastare le tendenze anomale di breve periodo del mercato e, se necessario, a soddisfare, mediante smobilizzi, eventuali eccessi temporanei di domanda rispetto all'offerta di titoli.

Per quanto concerne le sollecitazioni alle sottoscrizioni degli investitori individuali, è innanzitutto da escludere il ricorso a provvedimenti coercitivi, tipo l'obbligo di assumere in portafoglio un certo volume di titoli in funzione dei flussi di reddito goduti, o di altri parametri. Si tratta di vere e proprie forme di « esproprio » che mal si conciliano tanto con il concetto di mercato, quanto con il principio fondamentale delle libertà di scelta, e che, come hanno dimostrato le poche esperienze di cui si ha conoscenza¹⁵, generano effetti di rigetto nei confronti dei valori mobiliari, tendenti a perdurare anche per lunghi periodi successivamente alla loro rimozione.

Le direzioni d'intervento generalmente proposte riguardano invece misure volte ad accrescere l'appetibilità dei titoli sotto il profilo della liquidità e della redditività.

Nel primo caso, di solito si chiamano in causa la banca centrale o altre istituzioni le quali dovrebbero provvedere con continui interventi sul mercato a normalizzare l'attività di negoziazione e a rendere possibili gli smobilizzi. Si badi, tuttavia, che tali azioni incontrano almeno due grossi limiti, rappresentati dalla inopportunità di effettuare vere e proprie pratiche di *pegging* che mantengono i saggi di rendimento a livelli inferiori a quello di equilibrio¹⁶ e, soprattutto, dal pericolo di perdere il controllo della creazione della base monetaria e di innescare spirali inflazionistiche. Ne consegue che gli interventi in esame dovrebbero restringersi all'eliminazione di movimenti erratici e non a contrastare le tendenze di fondo del mercato. Nel caso contrario si rischierebbe, altresì, di attivare negli operatori econo-

¹⁵ Si vedano, ad esempio, le esperienze tunisine richiamate nel cap. 2, parte II, par. 1.2 (punto f).

¹⁶ Cfr. U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pagg. 291-292.

mici una logica vicina a quella del risparmiatore-depositante e di non educarli agli investimenti mobiliari, rendendoli pienamente consapevoli dei problemi e dei rischi che essi comportano.

Le pratiche suddette lasciano, comunque molto perplessi in quanto, come osservato, possono trascinare i *Policy Makers* (non sempre dotati di adeguate capacità operative) in operazioni che pregiudicano l'ordinato sviluppo delle grandezze monetarie.

Perplessità si nutrono altresì in merito alla concessione di incentivi fiscali agli investitori¹⁷ siano essi esenzioni fiscali sui frutti lucrati sugli investimenti in titoli, oppure detrazioni dal reddito imponibile delle somme ivi impiegate. I motivi sono analoghi a quelli evidenziati in proposito delle sollecitazioni agli emittenti. Tali pratiche, infatti, tendono a ridurre le entrate erariali o a comportare l'inasprimento di altre forme di tassazione, che non sempre portano a rispettare criteri di equità nell'imposizione e che agiscono in senso contrario alla opportunità di assicurare un trattamento fiscale piuttosto uniforme ai vari tipi di attività finanziarie. Sovente, inoltre, essi generano effetti distortivi sulla distribuzione del reddito e della ricchezza, per il fatto che i beneficiari (gli acquirenti di titoli) appartengono in larga misura alle classi più agiate; mentre è dubbio che di per sé riescano a stimolare gli investimenti delle classi medio-basse.

Anzi, talvolta la concessione di sgravi fiscali, sebbene formalmente motivata da tutt'altri intenti, risulta necessaria poiché in presenza di un sistema tributario inefficiente, se si desidera sviluppare gli impieghi in titoli, occorre non penalizzare, ma anzi favorire fiscalmente i ceti sociali medio-alti che già godono di fatto di ampie possibilità di evasione o, se si preferisce, di un trattamento privilegiato. In tali circostanze si finisce per rafforzare in negativo un meccanismo che al contrario dovrebbe essere sottoposto a modificazioni in senso opposto.

Pertanto, l'uso dello strumento fiscale va, anche in questo caso, valutato con estrema attenzione nei vari aspetti dinanzi

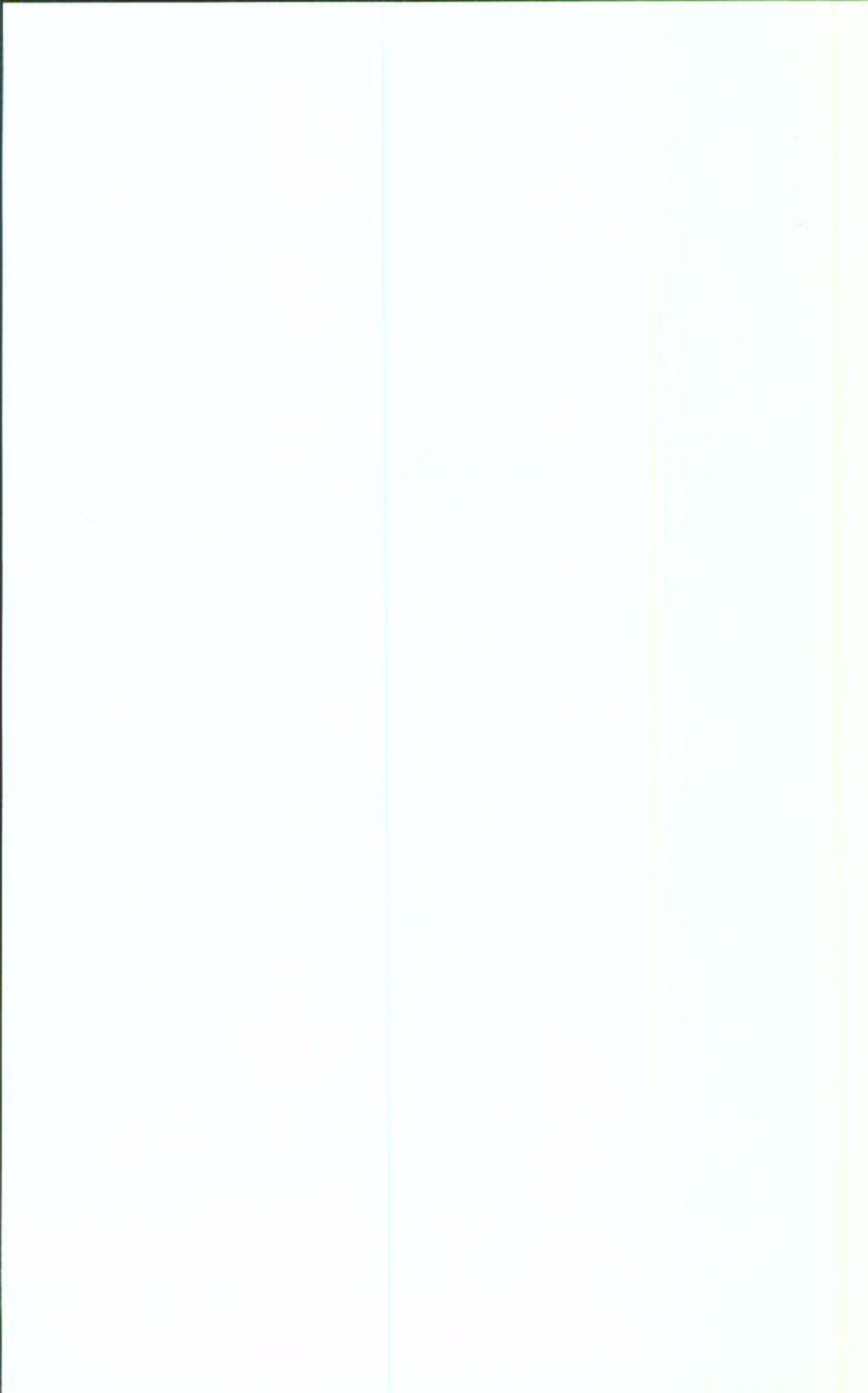
¹⁷ In proposito si veda anche N. KRUL [1969], *op. cit.*, pag. 1161.

indicati. Ed è ammissibile in quanto garantisca uniformità nel trattamento riservato alle varie attività finanziarie e non crei distorsioni.

Le misure sicuramente necessarie e proponibili senza riserve al fine di sollecitare un ampliamento delle sottoscrizioni riguardano piuttosto un insieme di azioni tendenti ad accrescere la preparazione economica degli individui in tema di scelte d'investimento finanziario e a fornire loro una qualche forma di assistenza ed un vasto e continuo supporto informativo. Si tratta, in effetti, di attività assai utili al fine di elevare le capacità operative in senso lato della generalità delle unità finanziarie, siano esse in posizione di avanzo che di disavanzo, e di migliorare il funzionamento del sistema finanziario. Il loro costo non va sopravvalutato, data la possibilità di avvalersi di molteplici canali di comunicazione economicamente accessibili ai pubblici poteri o alle autorità tecniche. Non risulta, tuttavia, che vi siano paesi ove azioni del genere vengono svolte con sufficiente sistematicità.

È infine opportuno evidenziare, sempre con riferimento all'obiettivo di avvicinare i risparmiatori agli investimenti mobiliari, l'importanza di usare titoli con caratteristiche tecniche e giuridiche di facile comprensione e tendenti a ridurre i rischi economici e finanziari.

In conclusione, delle misure via via esposte, soltanto alcune, come indicato, non presentano particolari problemi. Per le altre insorgono forti perplessità circa i costi che esse possono comportare e le effettive possibilità di conseguire gli obiettivi desiderati. La loro attuazione richiede pertanto molta cautela e una ponderata valutazione dei vari effetti che esse possono suscitare.



5. I COSTI E I RISCHI CONNESSI ALLA CREAZIONE DI UN MERCATO MOBILIARE IN CONTESTI SOTTOSVILUPPATI

Le tecniche di mobilitazione dei surplus economici e di allocazione del risparmio tra gli investimenti potenziali, che una nazione può adottare, sono molteplici e generalmente vengono raggruppate in due categorie a seconda che esse diano luogo a processi di finanziamento interno o a processi di finanziamento esterno. In grandi linee, appartengono al primo gruppo: l'auto-finanziamento, l'inflazione e l'imposizione fiscale. Rientrano invece nel secondo gruppo: i processi di finanziamento diretti e indiretti, le donazioni e i prestiti pubblici, privati ed esteri.

Gurley e Shaw¹ hanno indicato alcuni criteri di scelta tra le varie tecniche di risparmio-investimento, evidenziando che la combinazione ottima da adottare — quindi lo stesso assetto della struttura finanziaria — tende a variare nello spazio e nel tempo in accordo a svariati fattori di carattere storico, socio-economico ed ambientale.

Secondo tali autori, si può assumere che « the objective of public policy regarding the saving-investment process... is to maximize the capital value of anticipated real consumption. Given a social discount rate, the technology or combination of technologies for eliciting and allocating saving is best which implies highest consumer welfare, counting government among consumers. The

¹ Cfr. J.G. GURLEY and E.S. SHAW, *Financial Structure and Economic Development*, in «Economic Development and Cultural Change», vol. 15, n. 3, April 1967. Sui criteri di scelta circa gli ordinamenti istituzionali dei processi finanziari, Shaw è tornato a soffermarsi in un successivo lavoro monografico (cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 78-79).

optimal consumption stream has the qualities of equity and stability that conform to a social welfare function »².

In estrema sintesi la combinazione ottimale è quella che garantisce la massima economicità nell'input di risorse reali richiesto dai processi risparmio-investimento, che assicura la massima efficienza nella mobilitazione e nell'allocazione del risparmio, che rende meno instabili i flussi di consumo e, infine, che risulta maggiormente compatibile con il principio etico dell'equità³.

Gurley e Shaw sostengono inoltre che esiste una combinazione ottimale di tecnologie finanziarie per ogni economia e in ogni fase del suo sviluppo e che essa è raggiunta allorché modificando l'input di fattori tra le varie tecnologie non si ottiene alcun guadagno netto in termini di valore capitale dei consumi reali attesi. Guadagno netto (*net yield*) che è misurato dalla differenza tra le componenti positive (*gross yield*) e le componenti negative (*factor cost*) del contributo che ciascun processo di risparmio-investimento arreca al benessere del consumatore.

Le componenti positive si identificano nei seguenti effetti che possono scaturire da inputs addizionali di risorse nelle varie tecnologie di risparmio-investimento: 1) aumenti del tasso di risparmio e dei flussi di risparmio che implicano guadagni in termini di consumi futuri; 2) miglioramenti dell'allocazione del risparmio tra gli investimenti alternativi; 3) riduzione dell'eccessiva varianza dei flussi prospettici di consumo; 4) modificazioni della distribuzione dei consumi, tali da accrescere la ricchezza e il reddito.

Per quanto concerne le componenti negative, va osservato che le risorse produttive assorbite da ciascuna tecnologia originano un costo sociale e un costo opportunità in termini di consumi cui si rinuncia (misurati in termini di valore capitale) dirottando le risorse ad altri usi. Si noti che tra i costi afferenti i pro-

² *Ibidem*, pag. 264

³ *Ibidem*, pag. 267

cessi in parola vanno inclusi non solo i fattori produttivi assorbiti dalle istituzioni e dai mercati finanziari, ma altresì quelli impiegati dalle unità di risparmio e d'investimento nella gestione dei propri attivi e passivi⁴.

I concetti sinteticamente richiamati dovrebbero costituire lo schema di riferimento nell'assunzione di decisioni riguardanti l'assetto della struttura finanziaria, quindi la stessa creazione di un mercato mobiliare. Quest'ultima richiede, pertanto, un'accurata valutazione dei costi e dei *gross yield* da essa generati. Valutazione che deve estendersi anche agli effetti dispiegati sugli altri processi finanziari a cagione della sostituibilità esistente tra le tecniche di finanziamento diretto, le tecniche di finanziamento indiretto e i processi di finanziamento interno⁵. Questa precisazione appare quanto mai opportuna poiché sovente vengono considerati soltanto i costi e i vantaggi che si associano alla istituzione di un mercato mobiliare, trascurando di esaminare i riflessi sull'attività degli intermediari finanziari nelle loro diverse configurazioni e le implicazioni di eventuali trasferimenti di fattori produttivi da taluni processi di risparmio-investimento ad altri. Va da sé che valutazioni del genere, allorché riguardano innovazioni finanziarie di rilievo, risultano tutt'altro che semplici ed è ragionevole presumere che *ex-ante* esse siano possibili solo in grandi linee e che, comunque, sia necessario procedere ad una graduale sperimentazione. In ogni caso, si tratta di giudizi che non possono prescindere da un riferimento ad una specifica realtà.

Ciononostante appare opportuno avanzare alcune riflessioni di carattere generale sui costi e sui rischi connessi alla creazione di un mercato mobiliare in contesti in via di sviluppo. Ci si limita a considerare questi due aspetti poiché la maggior parte delle componenti di costo e di *gross yield* (si pensi ai riflessi sulla formazione e sull'allocazione del risparmio, sulla redistribuzione

⁴ *Ibidem*, pagg. 264-265.

⁵ Oltre, naturalmente, alla sostituibilità all'interno di ciascun gruppo di tecniche finanziarie.

della ricchezza, ai costi di accesso ed altri) hanno costituito oggetto di esame nel corso della precedente trattazione.

Naturalmente, per i motivi anzidetti si è pienamente consapevoli del grado di approssimazione e della parzialità dei giudizi che verranno espressi, i quali, come osservato, dovrebbero piuttosto aver luogo secondo lo schema appena richiamato.

5.1. *I costi di struttura, di funzionamento e di accesso al mercato.*

Il primo punto sul quale ci si vuol soffermare riguarda i costi che l'attivazione del mercato in esame comporta. Essi possono essere distinti in due categorie — di fatto strettamente interconnesse — a seconda che riguardino: a) la struttura, l'organizzazione e il funzionamento del mercato; b) l'accesso ad esso da parte degli emittenti e dei sottoscrittori e l'amministrazione delle relative posizioni.

Quantunque in astratto sia impossibile procedere ad una quantificazione di ciascun gruppo di costi, è ragionevole presumere che essi varino principalmente in funzione del tipo di misure poste in essere per favorire lo sviluppo del comparto mobiliare e dell'intensità con cui sono presenti i pre-requisiti necessari alla sua creazione. Mentre, infatti, le prime, come evidenziato, possono comportare sensibili aggravii di costo a motivo dell'assorbimento di risorse reali che la loro attuazione richiede e/o dei perversi effetti redistributivi cui possono dar luogo, i secondi, oltre ad incidere sui risultati ottenibili, influenzano direttamente la tipologia e l'intensità delle azioni necessarie per attivare e sostenere il settore in esame.

Contrariamente a quanto a volte viene sostenuto⁶, si è dell'avviso che, se sussistono i pre-requisiti richiamati nelle parti

⁶ Cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pag. 145. Naturalmente, nel citare Shaw ci limitiamo ad avanzare riserve sul fatto che egli considera elevati i costi diretti connessi alla creazione di una borsa valori, mentre, come si dirà, concordiamo pienamente con lui circa i rischi e i costi indiretti che essa può comportare.

precedenti e se vengono adottate soltanto le misure testé indicate, i costi di cui si tratta risultano piuttosto contenuti e tali da non suscitare particolari problemi. Si consideri quanto segue.

Relativamente alla struttura e al funzionamento del mercato, un primo gruppo di costi riguarda i locali, le attrezzature e il personale delle borse valori. Circa il costo delle strutture fisiche di cui abbisognano le borse valori, si può sicuramente affermare che, evitando inutili sfarzi e lussi, esso sia tutt'altro che rilevante. Sono infatti sufficienti pochi locali e un salone per le contrattazioni, i quali possono essere forniti dagli stessi pubblici poteri con un aggravio per la collettività non molto superiore alla spesa richiesta dalla costruzione di un monumento. Si tratta, inoltre, di un patrimonio immobiliare che permane e che può essere destinato, in ogni momento ad altri usi.

Altrettanto contenute dovrebbero risultare le spese di funzionamento afferenti le attrezzature e il personale, specie se dotato di professionalità ed efficienza. Quest'ultimo in genere rappresenta la componente più elevata degli oneri in esame, ma non particolarmente gravosa, anche a motivo dei servizi forniti agli operatori, sotto il profilo degli eventuali adempimenti richiesti dalla normativa disciplinante la circolazione dei titoli.

Lo stesso dicasi delle attrezzature richieste dalla operatività del mercato le quali, tutto sommato, sono abbastanza limitate e non dispendiose, non essendo peraltro necessario l'uso di strumenti sofisticati, né questi sono richiesti dai livelli (solitamente contenuti) della attività svolta⁷.

Una riprova delle convinzioni manifestate è ravvisabile nel fatto che tutte le borse valori qui esaminate, pur in presenza di un ridotto volume di attività e senza usufruire di contributi pubblici, sono in grado di mantenersi autonomamente con i proventi derivanti dalle commissioni percepite, le quali — si badi —

⁷ In proposito concordiamo pienamente con P.J. DRAKE [1977], *op. cit.*, pagg. 88-89, il quale avanza analoghe considerazioni e critica la tesi di Shaw, richiamata nella nota precedente.

risultano molto contenute e non incidono significativamente sugli operatori.

Un secondo gruppo di costi, riguardanti sempre la struttura e il funzionamento del mercato, si riconnette all'attività di supervisione e di controllo. Anche in questo caso è da ritenere che essi non siano eccessivi e comunque non superiori a quelli richiesti dal controllo di altre istituzioni finanziarie. D'altro canto, nel procedere a siffatte valutazioni, vanno tenuti presenti i vantaggi di carattere generale derivanti dalla regolamentazione e dall'esercizio di un'accurata attività di supervisione e di controllo nei riguardi sia delle società e degli altri enti emittenti, sia delle operazioni condotte sul mercato primario e su quello secondario.

I costi che potrebbero, piuttosto, risultare gravosi riguardano l'accesso al mercato da parte degli emittenti e dei sottoscrittori: ossia, quelli relativi all'attività di collocamento e di intermediazione in titoli, per la quale sono richiesti organismi specializzati, la cui attivazione comporta un assorbimento di risorse solitamente non indifferente. Questo aspetto non va tuttavia sopravvalutato in quanto detti oneri possono essere ricondotti entro limiti accettabili se non addirittura a livelli assai contenuti, qualora si riesca, come evidenziato, ad ottenere la collaborazione delle banche e/o di altri intermediari finanziari. In tal caso le operazioni in parola, e quindi il funzionamento del mercato mobiliare, fintanto che i volumi di attività non giustifichino la presenza di organismi specializzati, verrebbe assicurato avvalendosi di strutture già esistenti e con un aggravio di costi trascurabile.

5.2. Il rischio di arrecare pregiudizi allo sviluppo e alla stabilità della struttura finanziaria e del sistema economico.

Sotto il profilo dei costi, dunque, la creazione di un comparto mobiliare non sembra suscitare particolari problemi, sempre che sussistano i pre-requisiti necessari e che ci si limiti ad azioni di sostegno del tipo dianzi indicato. Ma, è bene ribadirlo, que-

sto giudizio è solo parziale, in quanto non tiene conto dei rischi cui si incorre e di altri aspetti quali i riflessi sulla mobilitazione e sull'allocazione del risparmio, sulla spesa per investimenti, sulla distribuzione del reddito, sulla riallocazione della ricchezza reale in essere, sulla concentrazione del potere economico, sul controllo degli aggregati monetari ed altri.

Mentre di questi ultimi si è ampiamente discusso nelle parti precedenti ed è sufficiente rinviare alle considerazioni di volta in volta effettuate, in questa sede è opportuno aggiungere alcune osservazioni su un duplice ordine di rischi cui si può incorrere attivando un mercato mobiliare in contesti sottosviluppati.

Il primo, particolarmente rilevante in caso di iniziative premature rispetto alle condizioni ambientali ed economico-finanziarie esistenti, consiste nella possibilità di arrecare seri pregiudizi allo sviluppo e alla stabilità della struttura finanziaria nel suo complesso, oltre che di compromettere o di ritardare fortemente l'affermazione del comparto mobiliare⁸. Data infatti la variabilità che caratterizza i prezzi dei valori mobiliari, in presenza di una ridotta preparazione e di una immaturità dei risparmiatori, è tutt'altro che remota l'eventualità che oscillazioni dei corsi generino in costoro reazioni negative le quali, qualora dovessero suscitare forme di avversione, o se si vuole di diffidenza nei confronti di altri strumenti finanziari, potrebbero tradursi in pesanti *shock* sulla struttura finanziaria.

⁸ Il secondo tipo di rischi è stato enfatizzato da ARNALDO MAURI, *Il mercato del credito nei paesi sottosviluppati*, ed Giuffrè, Milano, 1966, pag. 89, il quale sostiene l'opportunità che lo sviluppo e la diversificazione della struttura finanziaria abbia luogo gradualmente e in sintonia con il processo di sviluppo economico.

Opinioni contrarie alla creazione prematura di borse valori sono state altresì espresse, come richiamato in nota nel citato lavoro di Mauri, a livello di organizzazioni internazionali, proprio a motivo dei rischi che essa comporta (cfr. DEPARTMENT OF ECONOMIC AFFAIRS, UNITED NATIONS, *Domestic Financing of Economic Development*, New York, 1950).

Va inoltre evidenziato, in accordo alle convinzioni di Shaw⁹, che in tali circostanze sussiste altresì il rischio che i pubblici poteri e le autorità tecniche, sia per evitare i suddetti fenomeni, sia per sostenere il mercato, vengano trascinate in forme di difesa e di interventi assai costosi ed improduttivi, come: la concessione di incentivi fiscali che finiscono per avvantaggiare le classi più agiate; la compressione artificiosa dei saggi di interesse corrisposti sulle attività finanziarie di breve durata e l'attuazione di interventi di stabilizzazione dei corsi che rendono esogena la creazione della base monetaria.

Il secondo ordine di rischi sui quali si desidera richiamare l'attenzione riguarda l'instabilità tipica dei mercati in esame e i riflessi da essa spiegati sull'attività delle imprese e sulle fluttuazioni economiche. Detto argomento costituisce uno dei punti centrali delle critiche avanzate da taluni economisti (a volte, ma non sempre, di ispirazione marxista)¹⁰ all'istituto delle borse valori e delle società per azioni, pur se con argomentazioni sovente opinabili.

Senza entrare nel merito di tali tematiche, ai nostri fini è sufficiente rilevare che le imprese i cui titoli circolano tra il pubblico possono subire forti condizionamenti sia sotto il profilo della continuità di gestione, sia — soprattutto — delle possibilità di finanziamento e dell'ammontare degli investimenti da effettuare in relazione all'andamento dei corsi dei propri titoli sui quali, notoriamente, esercitano un peso determinante la speculazione e i fattori emotivi e irrazionali sempre presenti nelle valutazioni effettuate in clima di incertezza.

⁹ Cfr. E.S. SHAW [1973], *op. cit.*, pagg. 145-147.

¹⁰ In proposito si considerino: J.K. GALBRAITH, *Il nuovo stato industriale*, ed. Einaudi, Torino, 1968; E. MANDEL, *Traité d'économie marxiste*, René Juillard, Paris, 1962, vol. I, cap. VII, par. 8, 9 e 10; J. ROBINSON, *Economic Heresies*, Basic Books, 1971, cap. 8, par. 2 e J. ROBINSON-J. EATWELL, *An Introduction to Modern Economics*, McGraw-Hill, London, 1973, parte seconda, cap. 8, par. 2.

Quest'ultimo fenomeno tende a costituire una causa autonoma di instabilità e ad accentuare le fluttuazioni dell'attività industriale. In proposito sembra quanto mai interessante richiamare le acute riflessioni avanzate da Keynes nella sua opera somma¹¹.

Nella costruzione teorica keynesiana, come noto, i cicli economici sono spiegati dalle fluttuazioni della propensione a consumare, dello stato della preferenza per la liquidità e, principalmente, dell'efficienza marginale del capitale. Quest'ultima — che insieme al livello del saggio di interesse, ma con efficacia maggiore, determina il volume degli investimenti — dipende, a sua volta, dall'abbondanza e dalla scarsità esistente di beni capitali, dal costo corrente della loro produzione e dalle aspettative correnti sul reddito di detti beni¹². Aspettative, che giocano un ruolo dominante nel determinare le dimensioni dell'investimento nel caso di beni produttivi durevoli e che sono fondate su basi molto precarie e risentono dell'influenza di fattori psicologici e del grado di conoscenza degli elementi che governano il rendimento dell'investimento nel tempo¹³.

Secondo Keynes, l'operare dei mercati mobiliari, a cagione delle modalità con cui i prezzi dei titoli scontano dette aspettative o, per meglio dire, delle modalità che presiedono la loro formazione, rende la valutazione dell'efficienza marginale del capitale soggetta a fluttuazioni molto ampie e tende ad accrescere l'instabilità del sistema economico¹⁴. Egli sostiene infatti: « La natura dei mercati di investimento organizzati, sotto l'influenza di compratori in gran parte ignoranti di ciò che comprano e di speculatori i quali si preoccupano più di prevedere il prossimo movimento del sentimento del mercato che di stimare ragionevolmente il rendimento futuro dei beni capitali, è tale che quando la

¹¹ Cfr. J.M. KEYNES, *Occupazione, interesse e moneta. Teoria generale*, ed. Utet, Torino, 1968.

¹² *Ibidem*, pagg. 279-281.

¹³ *Ibidem*, pagg. 130-131.

¹⁴ *Ibidem*, pagg. 284 e 132.

disillusione cade su un mercato troppo ottimistico e caratterizzato da un'eccessiva prevalenza di acquisti, essa debba cadere con una forza improvvisa e magari catastrofica. Inoltre lo sgoimento e l'incertezza sul futuro che accompagnano una caduta dell'efficienza marginale del capitale provocano un aumento precipitoso della preferenza per la liquidità e quindi un aumento del saggio di interesse »¹⁵. Entrambi si riflettono direttamente sul volume degli investimenti determinandone una discesa¹⁶.

Ma l'operare dei mercati mobiliari tende a rafforzare anche per altra via le fluttuazioni cicliche. L'effetto addizionale, secondo Keynes, deriva dal fatto che « una discesa seria dell'efficienza marginale del capitale tende ad influire in senso avverso sulla propensione a consumare; giacché provoca una forte discesa del valore di mercato dei titoli a reddito variabile. Ora ciò esercita naturalmente un'influenza molto deprimente sulle categorie di persone attivamente interessate ai propri investimenti in borsa, specialmente se esse impiegano fondi prestati a prestiti. Questa gente è forse influenzata nella propensione a spendere più da aumenti e diminuzioni del valore dei suoi investimenti che dalla situazione del suo reddito... » « ... e tale

¹⁵ *Ibidem*, pag. 281.

¹⁶ Per quanto concerne le decisioni d'investimento, Keynes osservava: « sebbene l'investitore privato è di rado responsabile direttamente egli stesso dell'investimento, cionostante gli imprenditori che sono responsabili direttamente troveranno finanziariamente vantaggioso, e spesso inevitabile, seguire le idee del mercato, anche se per loro conto essi siano meglio informati » (*Ibidem*, pag. 281, nota 1).

In proposito, inoltre, egli forniva la seguente spiegazione: « Nel mio *Treatise on Money* (vol. II, pag. 195) ho indicato che quando le azioni di una società sono quotate molto alte, cosicché essa può raccogliere altri capitali emettendo altre azioni a condizioni favorevoli, questa circostanza ha lo stesso effetto che se la società potesse prender denaro a prestito ad un basso saggio di interesse. Ora dovrei esprimere questo stesso concetto dicendo che una quotazione alta per le azioni ed obbligazioni esistenti implica un aumento dell'efficienza marginale del tipo corrispondente di capitale e quindi ha lo stesso effetto (dato che l'investimento dipende da un confronto fra l'efficienza marginale del capitale e il saggio di interesse) di una discesa del saggio di interesse (*ibidem*, pag. 132, nota 1).

circostanza serve ad aggravare ancor più l'effetto deprimente di una discesa dell'efficienza marginale del capitale »¹⁷.

Analoghi movimenti, naturalmente in direzione opposta, si verificano nelle fasi di espansione.

In sintesi, dunque, il funzionamento dei mercati mobiliari può accrescere l'instabilità dei sistemi per il tramite delle fluttuazioni dell'efficienza marginale del capitale che in essi si producono e che agiscono sia sul livello degli investimenti, sia, in via rafforzativa, sulla propensione al consumo.

Richiamati i processi mediante i quali le fluttuazioni dell'attività economica risulterebbero accentuate, e talvolta generate, dall'esistenza dei mercati in esame, è interessante soffermarsi sulle motivazioni che portano il Keynes a ritenere estremamente precarie le condizioni che presiedono la valutazione dei titoli sul mercato, quindi dell'efficienza marginale del capitale e che la rendono soggetta ad ampie e violente oscillazioni.

Al riguardo egli osserva: « in seguito al progressivo aumento della parte di titoli a reddito variabile, nell'investimento complessivo della collettività, posseduta da persone che non amministrano l'azienda in questione, né hanno cognizione speciale delle condizioni presenti e future dell'impresa medesima, l'elemento di conoscenza reale nella valutazione degli investimenti da parte di coloro che li posseggono o che si propongono di acquistarli è seriamente diminuito »¹⁸. « Quelle fluttuazioni da un giorno all'altro nei profitti degli investimenti esistenti, le quali hanno evidentemente carattere effimero e non significativo, tendono ad esercitare sul mercato un'influenza eccessiva e perfino assurda... Una valutazione convenzionale, che è il risultato della psicologia collettiva di un gran numero di individui ignoranti, è soggetta a fattori che in realtà non esercitano una grande influenza sul rendimento prospettivo »¹⁹.

¹⁷ *Ibidem*, pag. 284.

¹⁸ *Ibidem*, pagg. 134-135.

¹⁹ *Ibidem*, pag. 135.

La presenza sul mercato di esperti operatori di professione in concorrenza tra loro non modifica, per Keynes, tale situazione in quanto « la maggioranza di queste persone (investitori e speculatori professionali) si occupano soprattutto di non compiere più ampie previsioni a lungo termine sul rendimento probabile di un investimento per tutta la durata della sua vita, ma di prevedere variazioni sulla base convenzionale di valutazione con un breve anticipo rispetto al grosso pubblico »²⁰. Ma pur escludendo l'instabilità dovuta alla speculazione, per Keynes « vi è un'instabilità di altro genere, dovuta a questa caratteristica della natura umana: che larga parte delle attività positive dipende da un ottimismo spontaneo piuttosto che da un'aspettativa in termini matematici, sia materiale che edonistica o economica »²¹.

Quindi, a prescindere dalla speculazione, le valutazioni espresse sul mercato dei titoli, oltre ad essere precarie per vari motivi, tra cui emerge l'ignoranza degli investitori circa gli elementi necessari per la valutazione della redditività aziendale, sono oggetto di instabilità per l'agire dei fattori psicologici in questione; instabilità, che può riflettersi sulle fluttuazioni cicliche accentuandole.

Alla luce delle osservazioni appena richiamate, molti dei dubbi dianzi espressi circa i costi e gli effetti che possono associarsi allo sviluppo dei mercati mobiliari in contesti sottosviluppati risultano alquanto accentuati. Nel decidere se procedere

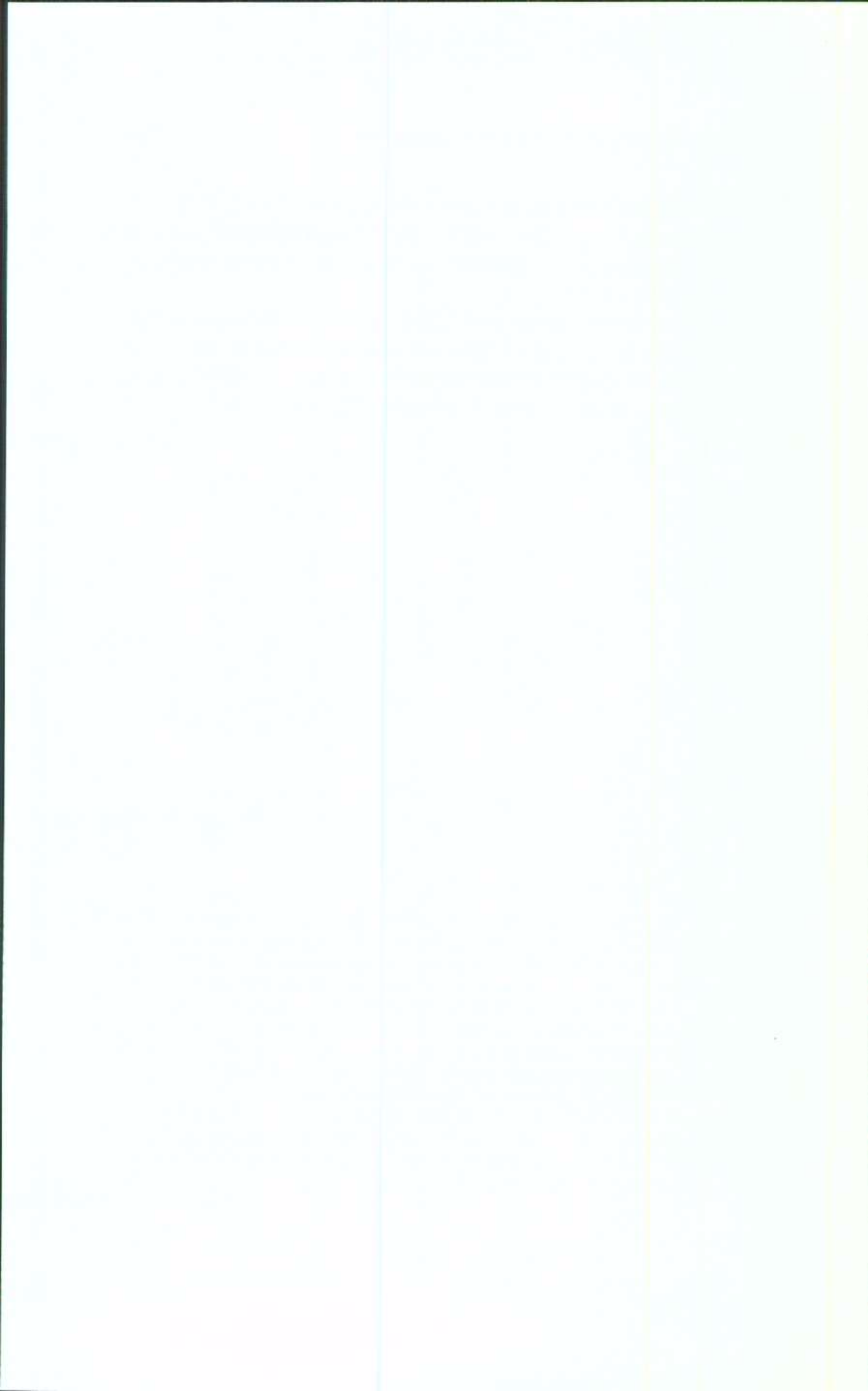
²⁰ *Ibidem*, pag. 135. Si badi che Keynes riteneva altresì che non sempre si verifica che la speculazione predomini sull'intraprendenza, intesa come attività di prevedere il rendimento prospettico dei beni capitali per tutta la durata della loro vita (pagg. 138-139). Egli si affrettava tuttavia ad osservare: « quanto più perfezionata è l'organizzazione dei mercati di investimento, tanto maggiore sarà il rischio che la speculazione prenda il sopravvento sull'intraprendenza ... Gli speculatori possono non causare alcun male, come bolle d'aria in una corrente continua di intraprendenza; ma la situazione è seria quando l'intraprendenza diviene la bolla d'aria in un vortice di speculazione » (*Ibidem*, pag. 139).

²¹ *Ibidem*, pag. 141.

o meno alla loro attivazione, essi — e in particolare il rischio di introdurre un fattore di instabilità in sistemi economici, sovente fragili e scarsamente diversificati — debbono pertanto essere tenuti in debito conto.

Ad evidenza, questo non significa che si debba rinunciare ad arricchire la struttura finanziaria con un comparto mobiliare organizzato, in quanto, se sussistono le necessarie condizioni, esso può facilitare sensibilmente il processo d'investimento²².

²² Del resto, lo stesso Keynes giungeva alle seguenti conclusioni: « Lo spettacolo dei moderni mercati d'investimento mi ha talvolta portato alla conclusione che un rimedio utile per i nostri mali contemporanei potrebbe essere quello di rendere un investimento permanente e indissolubile come un matrimonio ... In tal modo, infatti, si obbligherebbe l'investitore ad orientare la sua mente verso le prospettive a lungo termine e verso quelle soltanto. Ma se si riflette un momento su questo espediente, si vede come urti contro un dilemma e ci si rende conto come la liquidità del mercato spesso faciliti — benché talvolta ostacoli — il processo dell'investimento nuovo ... Se gli acquisti individuali di investimenti fossero resi non liquidi, ciò potrebbe ostacolare seriamente l'investimento nuovo, fino a quando non si mettessero a disposizione dell'individuo modi alternativi nei quali detenere i suoi risparmi. Questo è il dilemma ». (*Ibidem*, pag. 140).



CONCLUSIONI

Sulla scorta dell'analisi effettuata si è indotti a sostenere che i mercati mobiliari non possano fornire un significativo contributo allo sviluppo economico dei paesi del terzo mondo. Ciò, del resto, risulta ampiamente confermato dalle esperienze osservabili, salvo pochissime eccezioni di paesi che si distaccano sensibilmente dalle situazioni tipiche del sottosviluppo e per i quali, oltretutto, non viene fornita alcuna dimostrazione plausibile che l'affermarsi del mercato mobiliare abbia costituito un fattore di stimolo dello sviluppo economico intervenuto e che non sia stato, piuttosto, un riflesso dello stesso.

Ma non è tanto questo l'aspetto che si intende enfatizzare e sul quale sussiste ampia concordanza di pareri. A nostro avviso la creazione e l'esistenza di un mercato mobiliare, quantunque non sia sotto certi profili particolarmente onerosa, suscita molte perplessità circa i rischi che essa può comportare. Ci si riferisce all'eventualità di arrecare seri pregiudizi allo sviluppo e alla stabilità della struttura finanziaria, e di introdurre un fattore tendente ad accentuarne, se non addirittura ad originare, le fluttuazioni economiche, nonché ai possibili riflessi sulla allocazione del risparmio, sulla riallocazione della ricchezza reale in essere, sulla redistribuzione del reddito e sulla condotta della politica monetaria. La rilevanza di tali fenomeni e la probabilità di un loro verificarsi è tale da indurre ad assumere un atteggiamento in linea di massima contrario all'attivazione di un mercato mobiliare in contesti sottosviluppati. Quest'ultimo, peraltro, come hanno correttamente evidenziato U Tun Wai e Patrick¹, non risulta af-

¹ Cfr. U. TUN WAI and PATRICK [1973], *op. cit.*, pag. 300.

fatto essenziale ai fini dello sviluppo economico e le vicende di diversi paesi ne forniscono un'inequivocabile testimonianza.

Gli sforzi rivolti a migliorare la struttura e il funzionamento del sistema finanziario, con particolare riguardo al finanziamento degli investimenti produttivi, dovrebbero piuttosto riguardare — progressivamente — le banche commerciali e gli intermediari finanziari operanti nel medio e lungo termine. La creazione di borse valori può essere presa in considerazione ad avvenuto decollo economico e in fasi di avanzato processo di industrializzazione, sempre previa valutazione sia dell'esistenza dei pre-requisiti necessari, sia dei costi e dei rischi che essa comporta.